

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

DES MESURES PRISES PAR L'ÉTAT
POUR SOUTENIR
LE COURS DES RENTES FRANÇAISES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC POUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera présenté et soutenu le lundi 20 novembre à 2 heures.

PAR

André-J. BUFFET

Président : M. HITIER, professeur.
Suffragants { MM. ALLIX, professeur.
 NOGARO, chargé de cours.

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

Ancienne Librairie Chevalier-Marescq et C^{ie} et ancienne Librairie F. Pichon réunies

F. PICHON ET DURAND-AUZIAS, ADMINISTRATEURS

Librairie du Conseil d'Etat et de la Société de Législation comparée

20, RUE SOUFFLOT (5^e ARR^t)

—
1922

THÈSE
POUR
LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

DES MESURES PRISES PAR L'ÉTAT
POUR SOUTENIR
LE COURS DES RENTES FRANÇAISES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC POUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera présenté et soutenu le lundi 20 novembre à 2 heures.

PAR

André-J. BUFFET



Président : M. HITIER, professeur.
Suffragants { MM. ALLIX, professeur.
NOGARÉ, chargé de cours

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

Ancienne Librairie Chevalier-Marescq et C^{ie} et ancienne Librairie F. Pichon réunies

F. PICHON ET DURAND-AUZIAS, ADMINISTRATEURS

Librairie du Conseil d'Etat et de la Société de Législation comparée

20, RUE SOUFFLOT (5^e ARR^t)

1922

AVERTISSEMENT

Les fonds d'Etat doivent l'importance qu'ils ont acquise sur tous les marchés financiers à la nécessité dans laquelle se sont trouvées les nations modernes, parvenues à une certaine période de leur vie économique de recourir fréquemment au crédit. Ils la doivent aussi à l'accueil favorable que leur a fait une clientèle toujours plus nombreuse.

Dans le taux variable auquel s'établit l'équilibre entre l'offre et la demande dont ils sont l'objet, on voit un des signes qui révèlent le degré de prospérité des affaires d'un pays et qui donnent la mesure de la confiance inspirée par son Gouvernement. Sa baisse indique la rareté des capitaux disponibles et l'incertitude des événements. Sa hausse correspond à une diminution du loyer de l'argent ; elle rend plus facile la négociation des emprunts futurs ; elle rend moins probable sinon plus prochaine la conversion des emprunts antérieurs.

Le maintien des cours à des prix voisins du pair présente donc un intérêt qui depuis longtemps a retenu l'attention des pouvoirs publics. Pour l'assurer dans les conditions les moins onéreuses, ceux-ci cherchent à mettre en œuvre tous les moyens dont ils disposent.

Des avantages particuliers, consentis le plus souvent

au détriment du Trésor, peuvent justifier le montant considérable atteint par une émission déterminée. Ils ne suffisent pas à expliquer, spécialement aux heures de crises, le succès continu qu'obtiennent les types de rentes les plus variés. Il est besoin pour cela d'une raison d'ordre plus général susceptible de s'appliquer à l'ensemble des contrats dont les titres émis sont l'expression négociable. On l'a cherchée dans le secours qu'apporte la puissance publique à la personne morale de l'Etat débiteur.

Chaque histoire financière offre des exemples nombreux de ces interventions, mais l'actualité du problème qu'elles soulèvent a été renouvelée depuis 1914 par suite de l'accroissement des dettes de certaines nations. En particulier, le marché de la rente française a pris une physionomie toute spéciale depuis l'émission faite en 1917 d'un 4 0/0 perpétuel.

Tandis que notre Gouvernement communiquait à la Chambre syndicale des Agents de change sa volonté de voir inscrire des cotes officielles arbitrairement majorées, la loi du 26 octobre 1917 créa le « fonds destiné à faciliter la négociation des emprunts de la Défense nationale ».

L'exposé de ces mesures passagères aurait pu former à lui seul le sujet d'une étude ; il risquait toutefois de demeurer dans le cadre d'une critique financière dont l'actualité devait disparaître le jour où seraient rendues à la liberté les transactions portant sur les fonds publics. Bien plus ses limites étroites ne permettaient pas de traiter entièrement la question « du cours

de la rente française et de son soutien par l'Etat ».

En effet, si l'Etat cède parfois au vain désir de suspendre ou de diriger à son gré le jeu des lois économiques, il semble exercer de tout temps sur l'offre et la demande de ses propres titres une action rationnelle dont l'influence contribue certainement à leur assurer une plus grande fermeté.

C'est ainsi qu'il peut ou bien multiplier les souscripteurs sans trop abaisser le taux d'émission, ou bien diminuer, par une politique persévérante d'amortissement, le nombre des valeurs dont une vente abondante en un moment d'inquiétude ne manquerait pas de contribuer à l'affaissement des prix.

Mais l'expérience a maintes fois vérifié sinon l'échec complet des emprunts fondés sur l'usage d'une contrainte ou l'espoir d'un patriotisme désintéressé, du moins leurs conséquences néfastes pour le crédit de la nation. L'organisation matérielle du service de la Dette et le choix des avantages réels qu'il importe de consentir aux capitalistes sont le plus souvent imposés par la concurrence des entreprises privées et la faveur grandissante rencontrée par les bons ou obligations des sociétés commerciales.

On pouvait donc considérer comme superflu le rappel de toutes les modalités qui ne sont pas propres aux seules rentes sur l'Etat. Par contre il convenait de faire ressortir toutes les mesures de caractère exceptionnel prises par le Gouvernement dans le but, avoué ou non, de soutenir le cours des fonds publics.

PREMIÈRE PARTIE

L'ÉTAT AGIT EN VUE D'AUGMENTER LES DEMANDES DONT LA RENTE FRANÇAISE EST L'OBJET

CHAPITRE PREMIER

PRIVILÈGES ET IMMUNITÉS

SECTION I. — L'INSAISSABILITÉ

Le respect des contrats est tellement indispensable à la vie économique d'un pays que la plupart des législations ont soin de définir avec précision la situation vis-à-vis de leurs débiteurs des créanciers dont les droits sont violés ou méconnus. L'article 2092 du Code Civil français déclare que « Quiconque s'est obligé personnellement est tenu de remplir ses engagements sur tous ses biens mobiliers et immobiliers, présents et à venir ». La clause d'insaisissabilité dont bénéficie la rente française (1) ferait à ce principe une exception dont le but serait de placer cette valeur sous un régime

1. Cette insaisissabilité existe en faveur des fonds d'Etats italiens; elle existait en faveur des fonds d'Etat russes.

privilegié susceptible de faciliter son placement et de soutenir son cours.

Quelques constitutions de rentes avaient bénéficié sous l'Ancien Régime de mesures spéciales (1) entourant leur saisie de difficultés, parfois même la proscrivant (2). Toutefois la règle générale était l'application des formalités habituelles en matière d'immeubles ; elle se perpétua jusqu'à la Révolution. Les textes du 24 août 1793 et du 9 vendémiaire an VI la modifièrent.

La première de ces lois, dans son article 161 reproduit dans le Code commercial (art. 529), décide qu' « à l'avenir on pourra disposer de tous les objets compris dans le Grand-Livre de la Dette publique comme des créances mobilières et qu'il pourra être formé deux sortes d'oppositions ; les unes sur le remboursement de l'aliénation de la propriété : les autres sur le paiement annuel ».

C'était donc bien une situation nouvelle qu'allait créer le § 1^{er} de l'article 4 de la loi du 8 nivôse an VI, en édictant qu' « il ne serait plus reçu à l'avenir d'opposition sur le tiers consolidé de la Dette publique inscrite ou à inscrire », et qu'allait développer, pour éviter toute espèce de doute, le § 1^{er} de l'article 7 de la loi du 22 floréal an VII : « Il ne sera plus reçu à l'avenir d'opposition au paiement des dits arrérages, dus pour rentes perpétuelles et viagères ».

1. Cf. l'édit de 1566 par lequel Charles IX régleme la saisie.

2. Cf. les édits de juin 1676 et de novembre 1639 autorisant l'émission de rentes exemptes de tout droit de saisie « même pour affaires et deniers du Roi ».

Le principe de l'insaisissabilité est formulé dès lors en termes exprès et vise indistinctement toutes les rentes sur l'Etat. La loi du 11 juin 1878 (art. 3, § 1) eut soin, en créant la forme amortissable de l'emprunt de l'en faire bénéficier. Tous les textes postérieurs qui ont autorisé l'accroissement de la Dette ont étendu ce privilège aux titres nouvellement émis.

I

Aucune hésitation ne paraît possible devant le caractère formel de l'exposé des motifs de la loi de nivôse, de l'arrêté du 6 juin 1840 et de l'instruction de la Direction du Contentieux du ministère des Finances en date du 11 décembre 1879 (art. 167) : « Les créanciers sont avertis d'avoir à rechercher d'autres sûretés, ne devant compter sur la possibilité d'aucune saisie-arrest à l'égard des rentes figurant à l'actif du débiteur ».

Jusqu'au milieu du xix^e siècle, on peut constater un accord absolu entre les décisions judiciaires, les arrêts rendus ou avis donnés par le Conseil d'Etat et la volonté manifestée par l'administration. Les exemples sont nombreux : l'examen de quelques-uns d'entre eux fait ressortir les abus auxquels devait conduire l'aveugle application d'un principe trop strict.

Le bénéfice de l'insaisissabilité mettrait le rentier à l'abri de toute poursuite quelle que soit la nature de la créance : ainsi les hypothèques et les privilèges réservés par l'article 161 de la loi du 24 août 1793 sur les

inscriptions portées au Grand-Livre se sont trouvés supprimés (1).

Il serait en outre un obstacle invincible à la recevabilité de la demande du créancier quelle que soit sa qualité. Un arrêt de la Cour de Paris du 22 janvier 1847 (2) déclare que « cette prohibition étant fondée sur les principes du crédit public et de l'intérêt de l'Etat est générale et absolue et n'admet aucune exception tirée de l'intérêt des parties ou de leurs droits particuliers ». Il s'agissait pourtant dans le cas visé d'un créancier alimentaire dont les droits invoqués ne pouvaient être mis en doute ; ils se brisèrent devant la rigoureuse interprétation des textes. La mainlevée fut prononcée.

Un tuteur chargé d'administrer les biens d'autrui peut donc se dérober à l'obligation de rendre compte de sa gestion ; un mari peut refuser de restituer la dot de sa femme. Il leur suffit d'avoir placé toute leur fortune en fonds d'Etat français. Les condamnations prononcées contre eux resteront sans effet.

1. Le Conseil d'Etat, appelé à se prononcer sur la question de savoir si les créanciers privilégiés sur des créances liquidées mais converties en inscriptions sur le Grand-Livre pourraient, en vertu d'un jugement, former opposition au transfert de ces inscriptions et arrêter l'exécution de ces transferts, a émis l'avis que le Trésor ne pouvait recevoir de pareilles oppositions et qu'on n'y devait avoir aucun égard. Avis du 17 thermidor an X (Béquet. *Répertoire de Droit administratif* n° 574).

2. Dalloz, 22 janvier 1847 (1847, D. P., p. 432 : Comtesse de Luxbourg contre Comte). Un enfant naturel, ayant obtenu l'inscription par sa mère d'une pension de 20.000 francs avait dû recourir aux voies d'exécution forcée.

Bien plus, quiconque est résolu à désintéresser ses créanciers au moyen d'une cession de biens (Code Civil, art. 1265 et s.), n'est pas tenu de se dessaisir de ses rentes. Il peut en conserver la jouissance et la libre disposition. Les créanciers ne peuvent faire tomber comme consentis en fraude de leurs droits les actes relatifs à des inscriptions au Grand-Livre. Seule, une fraude qui engendre un préjudice autorise l'action paulienne. Il faut pour l'intenter que le patrimoine soit amoindri : or le débiteur ne diminue pas la valeur du gage en disposant de titres qui ne sauraient en faire partie (1).

Enfin la rescision d'une renonciation frauduleuse à une succession ne saurait atteindre les fonds d'Etat qui ont été dévolus à l'héritier du degré subséquent.

II

La façon dont on entendait l'insaisissabilité, même entre les mains des tiers détenteurs, lésait singulièrement les créanciers des titulaires de rentes. Dès que leur nombre sans cesse accru fut devenu la cause de conflits très fréquents, les tribunaux judiciaires furent les

1. Cass. 8 mai 1854. D. 54. 1. 446. S. 54. 1. 309. Les créanciers d'une faillite assignèrent un notaire pour avoir délivré à leur débiteur un certificat de propriété grâce auquel il avait pu vendre un titre de rente dépendant de la succession de son père. Ils furent déboutés de leur demande, comme n'étant pas recevables à se plaindre de la disparition d'une valeur qui, frappée d'insaisissabilité, ne faisait pas partie de leur gage (cité par M. Rozier « *De l'insaisissabilité* », thèse Bordeaux 1895).

premiers à s'alarmer de l'iniquité manifeste de certaines situations. Il se produisit une rupture de l'entente tacite qui existait entre l'administration, sa juridiction toujours fidèle au principe affirmé si souvent et les juges fermement résolus à atténuer désormais les conséquences d'une rigueur excessive.

Une jurisprudence nouvelle s'établit qui révéla deux tendances opposées : l'une, soit en refusant à l'insaisissabilité son caractère absolu, soit en affirmant la possibilité pour les tribunaux d'ordonner le transfert des rentes (1), admit l'opposition ou un système conduisant au même résultat ; l'autre en n'acceptant pas le transfert des titres contribua sans l'appui d'aucun texte à créer la solution actuelle en dépit de toute logique.

La Cour de Paris (2), la première, essaya de s'affranchir du principe dont elle avait motivé de si nombreux arrêts. A deux reprises, en 1855 et 1856, elle définit la situation d'un héritier entré en possession d'une succession insolvable et comprenant des rentes sur l'Etat. L'article 774 du Code Civil prévoit les deux cas possibles suivant que l'acceptation est pure et simple ou qu'elle se fait sous bénéfice d'inventaire.

Dans le premier cas, les créanciers du *de cujus* n'ont aucune action sur les rentes inscrites au nom de l'héritier ; ils en ont une sur tous ses autres biens parce qu'il est tenu *ultra vires hereditatis*.

1. Une distinction bien subtile était faite entre la saisie d'une part et d'autre part l'attribution de propriété en vertu d'un jugement.

2. V. Paris, 22 nov. 1855 et 13 juin 1856 (t. II, 1856, p. 464 et 569).

Dans l'autre cas, on peut se demander si le débiteur va jouir paisiblement des rentes laissées par le *de cujus*. La négative s'impose aux termes de l'article 803 du Code Civil : « l'héritier bénéficiaire est chargé d'administrer les biens de la succession et doit rendre compte de son administration aux créanciers et aux légataires. Il ne peut être contraint sur ses biens personnels qu'après avoir été mis en demeure de présenter son compte et faute d'avoir satisfait à cette obligation ». C'était l'obliger, sous cette menace, à mentionner la valeur des rentes comprises dans la succession.

Les arrêts de la Cour spécifièrent que, même s'il a fait transférer ces titres à son nom, il encourt la responsabilité personnelle et peut être condamné au paiement des dettes du *de cujus*.

C'était s'écarter résolument de l'opinion du Conseil d'Etat, manifestée dans un arrêt rendu sur la même question le 14 août 1849 (1) : « Les créanciers de cette succession n'ont pas le droit de former des oppositions ayant pour but de saisir cette rente ou d'empêcher qu'elle ne soit immatriculée au nom des héritiers : ici est applicable le principe de l'insaisissabilité des rentes sur l'Etat (Lois, 8 nivôse an VI, art. 4 ; 22 floréal an VII ; Code Civil, art. 803) ». C'était imprimer en matière successorale une orientation nouvelle confirmée presque aussitôt par la Cour de Cassation en matière de faillite (2).

1. V. Sirey 1849, p. 413.

2. V. *Journal du Palais*, 1859, p. 545 (Buer contre Syndics

L'arrêt du 8 mars 1859 témoigne d'un effort en vue d'une solution plus équitable : « Les rentes sur l'Etat, bien qu'insaisissables, peuvent, lorsqu'elles dépendent de l'actif d'un failli, être vendues à la diligence des syndics et au profit de la cause des créanciers, cette vente et le transfert qui en résulte se faisant sans saisie préalable et au nom du failli dont les syndics sont les mandataires légaux ». Le résultat est atteint mais les raisons invoquées ne résistent guère à l'examen qu'on en peut faire.

D'une part, il semble qu'en vendant les biens du failli, les syndics procèdent moins en son nom qu'en celui de ses créanciers. Cette façon de voir est d'ailleurs confirmée par l'article 532 du Code commercial. L'aliénation faite par leurs soins est donc une expropriation forcée. Entre elle et la saisie-arrêt, la Cour suprême a tenté vainement d'établir une distinction plausible. Admettant le principe de l'insaisissabilité, l'on ne peut refuser au failli le droit de s'opposer à la vente par les syndics de ceux de ses biens qu'un privilège laisse en dehors du gage commun des créanciers.

Jouir du revenu de ses rentes sur l'Etat sans avoir à payer ses dettes serait donc la conséquence extrême du principe absolu qu'on se plait à voir dans les textes législatifs de la Révolution (1). Ceux-ci sont les seuls,

Buer) et la note dans laquelle se trouve consignée l'opinion de M. Labbé.

1. Un arrêt de la Cour de Paris du 19 janvier 1886 (v. Sirey 87. 2. 1) mérite d'être cité comme résumant cette nouvelle théorie : « Considérant que les lois spéciales portant une atteinte exception-

en effet, dans lesquels on puisse chercher un argument juridique ; or ils forment un tel contraste avec le droit commun qu'il paraît conforme aux règles d'une sage interprétation de ne point étendre leur portée, mais bien au contraire de les renfermer dans leurs limites véritables.

III

La loi de nivôse an VI déclare qu' « Il ne sera plus reçu à l'avenir d'opposition sur le tiers conservé de la Dette publique inscrite ou à inscrire » ; c'est là une disposition précise dont la banqueroute des deux tiers est la raison historique. Si des arrêts ou des instructions, si des lois autorisant les emprunts n'en avaient abusivement perpétué le privilège, on n'eût pas renouvelé cette mesure transitoire en faveur des dettes contractées ultérieurement par l'Etat.

L'argument économique et financier que Vernier

« nelle et exorbitante au droit commun, ne doivent être appli-
 « quées que dans la stricte mesure de leurs dispositions, qu'il en
 « doit être ainsi des lois du 8 nivôse an VI et du 22 floréal an VII
 « dont le texte précis et le sens littéral parfaitement clair se bor-
 « nent à interdire dans l'intérêt du Trésor public et des règles de
 « la comptabilité les saisies-arrests de rentes sur l'Etat ; qu'il est
 « inadmissible que le législateur en édictant les lois précitées ait
 « eu pour but de prescrire d'une manière absolue et hors de néces-
 « sité évidente du crédit de l'Etat toute espèce de droits ou d'exer-
 « cice de ces droits de la part des tiers sur les biens de cette
 « nature et d'apporter ainsi la perturbation la plus grande en
 « bonne justice et en morale aux rapports consacrés par le décret
 « civil entre les débiteurs et leurs créanciers ... ».

faisait valoir devant le Conseil des Anciens se justifiait à l'heure où l'on se devait de rassurer les porteurs dont les titres amputés venaient d'être inscrits au Grand-Livre. On espérait défendre le crédit public sans fournir une arme valable aux débiteurs de mauvaise foi :

« En supprimant ces oppositions, disait le rapporteur
 « de 1793, on donne en quelque sorte à ces capitaux,
 « à ces sortes de créances, la valeur et l'effet du numé-
 « raire en circulation dont il est si important d'augmen-
 « ter la masse ; on satisfait aux vœux du commerce. Les
 « députés de cette partie ont donné sur cet objet un
 « mémoire au ministre des Finances où ils mettent en
 « évidence les inconvénients qui résultaient pour le
 « crédit public des oppositions admises et entraves per-
 « pétuelles qu'éprouvait la circulation des capitaux.
 « En dernier résultat, l'intérêt des créanciers (c'est-à-
 « dire des rentiers) s'y rencontre ; ils trouvaient diffi-
 « cilement à négocier leurs créances, ils étaient forcés
 « de vendre à perte et à vil prix, tandis que, libres et
 « sans aucun danger d'opposition, elles seraient portées
 « à un plus haut prix et d'un commerce plus facile... ».

Ainsi l'on poursuivait un double avantage. Tout d'abord les capitaux importants confiés au Gouvernement continueraient à faire partie de la circulation monétaire grâce aux titres qui les représentaient. Pour remplir leur fonction de numéraire, ceux-ci devaient être acceptés de tous, sans la crainte d'une saisie-arrêt ou l'ennui d'un retard provoqué par une vérification minutieuse et souvent difficile. En second lieu, donnant à la rente une plus grande négociabilité, l'on espé-

rait attirer vers elle les spéculateurs ; on croyait que le jeu contraire de leurs opérations élèverait les cours acceptés désormais comme l'indice de la confiance publique et du crédit de l'Etat.

Le but de la loi était de rendre irrévocables, aussitôt conclues, les négociations portant sur les rentes. L'insaisissabilité n'aurait donc pas le caractère absolu qu'on a voulu lui acorder.

Deux arrêts de la Cour de Cassation déclarent que les textes de l'an VI et de l'an VII n'ont eu d'autre objet que d' « interdire les saisies-arrêts de ces rentes pratiquées entre les mains du Trésor public, mais qu'elles n'empêchent pas les créanciers, conformément au principe fondamental écrit dans les articles 2092 et 2093 du Code civil de se faire attribuer par la justice la rente sur l'Etat que leur débiteur est appelé à recueillir dans une succession du moment que le transfert ne nécessite aucune saisie préalable ».

IV

L'administration n'a jamais agréé cette solution. Elle refuse d'exécuter les décisions qui lui semblent porter atteinte à une règle dont elle entend respecter toute la rigueur. Sa résistance repose sur le principe de la séparation des pouvoirs. La loi des 16-24 avril 1790 (art. 13) déclare « que les fonctions judiciaires sont distinctes et demeureront toujours séparées des fonctions d'administrateur » ; elle ajoute « que les juges ne pourront sous peine de forfaiture troubler de quelque manière que ce

soit les opérations des corps administratifs ». Or la loi du 26 septembre 1793 décide que toutes les créances sur l'Etat seront réglées administrativement. Il en résulte que les tribunaux constatent les devoirs juridiques incombant à l'exécutif mais ne sauraient vaincre l'inertie du ministre chargé d'appliquer matériellement les arrêts qu'ils ont rendus. Ainsi les tribunaux judiciaires ont seuls à connaître des litiges relatifs à la propriété d'une inscription de rentes. Le ministre des finances, qui commettrait un abus de pouvoir s'il prétendait modifier de son plein gré leurs décisions, est parfaitement en droit de refuser l'exécution d'un transfert qui serait opéré en dehors des prescriptions de la comptabilité publique. C'est parce qu'il lui appartient de défendre celles-ci, que l'administration, scindant le problème de l'insaisissabilité, lui a donné son aspect illogique. Elle n'applique le principe d'une manière absolue qu'aux seuls titres dont le transfert exige le concours des agents du Trésor, c'est-à-dire qu'elle fait un régime spécial aux titres nominatifs. Cette distinction disparaît en présence des exceptions visées par des textes formels qui suppriment dans certains cas toute espèce de doute.

V

Des oppositions concernant le paiement du capital et des arrérages peuvent être formées par les propriétaires de titres nominatifs, perdus ou volés.

En outre, à la requête de l'agent judiciaire du Trésor, elles peuvent frapper les rentes appartenant à des

comptables jusqu'à l'apuration de leurs écritures (1). Un privilège spécial existe à l'égard de ces inscriptions au Grand Livre. Si on peut surseoir au paiement des arrérages dus à tout reliquataire de deniers publics constitué en débet, cette extension, due à l'article 2 d'un arrêté du 24 messidor an XI, ne saurait autoriser l'Etat à recouvrer par compensation les créances qu'il détient contre l'un quelconque de ses rentiers. Ceux-ci, aux termes de la loi du 14 avril 1879 (art. 13 et suivants), peuvent acquitter leurs contributions directes ou celles d'un tiers avec les arrérages de leurs titres. Il leur suffit de faire au Trésorier payeur général une déclaration formelle. La compensation ne constitue d'ailleurs pas un obstacle à la libre disposition de la rente dont le titre peut toujours être aliéné sous déduction des arrérages compensés.

Enfin le dépôt de rentes, à titre de cautionnement, par les comptables, les fournisseurs ou les entrepreneurs emporte renonciation au bénéfice du privilège : il faut voir dans cette exception la conséquence immédiate de la garantie qu'elles sont destinées à constituer.

SECTION II. — L'IMMUNITÉ FISCALE

A la fin de l'ancien régime, un ministre des finances pouvait constater que 84 0/0 de l'ensemble des recettes fiscales était dû aux contributions pesant sur les immeubles et seulement 16 0/0 à celles qui frappaient les

1. Loi du 8 nivôse an VI, art. 4, § 3.

revenus mobiliers. En donnant ces chiffres, Necker ne songeait d'ailleurs pas dans son rapport à s'indigner d'une inégalité couramment admise à cette époque et que justifiaient en partie la nature et la répartition des fortunes. Toute une école (1) s'efforçait de montrer que l'impôt, pour être légitime, devait être assis sur les terres, seules sources véritables de richesses, et le législateur de la Révolution, s'inspirant des aphorismes physiocratiques, demandait aux propriétaires fonciers (2) une grande partie des ressources publiques. Il décidait de recourir à la méthode indiciaire pour mettre un terme aux procédés d'inquisition dont avaient usé trop souvent les agents du Trésor Royal.

L'assiette ou le recouvrement d'une taxe personnelle, jugés alors impraticables, allaient être simplifiés au cours du siècle dernier par l'organisation plus rationnelle et l'extension rapide d'un marché des valeurs mobilières. L'ignorance où l'on demeura longtemps du rôle qu'elles allaient jouer dans la vie économique des peuples prolongea la durée d'un privilège de fait qu'elles devaient à leur création récente. Peu à peu l'on comprit qu'il importait de frapper, au même titre que les autres revenus, ceux souvent plus rémunérateurs du nouveau genre de placement.

1. Les publications des Physiocrates s'échelonnent sur une vingtaine d'années depuis 1756 jusqu'en 1778 : elles révèlent la parfaite communion d'idées de tous ceux qui formèrent la première « école » d'économistes.

2. L'assemblée constituante exigea d'eux 240 millions sur un budget de 500 millions.

I

De nombreuses lois votées dans un but de justice fiscale visèrent une péréquation des charges pesant sur l'une et l'autre catégories de fortunes, immobilière et mobilière. Ces textes constituent le régime actuel.

Une catégorie d'impôts frappe indistinctement toutes les valeurs mobilières quelles qu'elles soient. Elle comprend les droits de donation entre vifs ou par décès, et l'impôt sur le revenu global. Une deuxième catégorie, composée du seul impôt sur les opérations de Bourse, s'applique aussi à toutes, mais avec des taux réduits en faveur de certaines d'entre elles. Enfin le droit de timbre, celui de transmission et l'impôt cédulaire sur le coupon peuvent être groupés dans une troisième catégorie; quelques titres privilégiés leur échappent complètement.

Ces exemptions partielles ou totales dont bénéficient les rentes françaises détruisent l'égalité de tous devant l'impôt. Elles risquent d'apparaître aux yeux des contribuables comme un abus de la puissance publique en faveur des propriétaires de fonds d'Etat.

Les discussions très vives portées devant le Parlement montrent l'importance attachée à cette question. Le fait que l'imposition de la rente reste encore après tant de débats un problème à l'ordre du jour devrait suffire à mettre en doute la valeur des arguments invoqués de part et d'autre.

Parmi les projets les plus intéressants, parce qu'ils révélaient mieux que les autres la tendance réformatrice

qui se faisait jour, il convient de citer celui de M. Cochery et celui de M. Caillaux. Le premier remonte à 1896 (1); le second date de 1908 (2).

L'idée de M. Cochery était de soumettre à un même taux de 4 1/2 0/0 toutes les valeurs mobilières, y compris les fonds publics français ou étrangers. Les recettes prévues s'élevaient à 38 millions. La taxation des seules rentes nationales procurait au Trésor 26.650.000 fr. L'importance de cette ressource se trouvait réduite à ce chiffre par suite d'une double immunité; l'une portant sur 90 millions de rentes censées appartenir à des porteurs étrangers, l'autre sur 150 millions inscrits aux comptes des caisses d'épargne. De ce fait, la réalisation du projet n'était guère souhaitable. Au nom de la justice une seule réforme était possible : celle qui aurait établi un même régime pour toutes les valeurs, quelles qu'elles soient, sans rétablir en faveur de certaines d'entre elles un nouveau privilège. Son faible rendement n'en démontrait pas davantage l'utilité fiscale.

M. Caillaux pour imposer l'adoption de son projet

1. Cf. LEROY-BEAULIEU. *Traité de Sciences des finances*, t. II, p. 576; — *Bulletin de Statistique et de Législation comparée*, t. I, 1896, p. 663 et 693; — *Revue politique et parlementaire* de 1895; M. Léon SAY, *Contre la taxation*, t. IV, p. 481; M. Fernand FAURE, *Pour la taxation*, t. V, p. 19; — *Procès-verbaux de la commission extra-parlementaire de l'impôt sur les revenus*, Paris, 1895.

2. Séances de la Chambre des députés des 18 février, 24 mars et 21 mai 1908. *Revue de Science et de Législation financière*, p. 423 et suiv.

s'efforçait de réfuter les arguments donnés en faveur de l'immunité. Ce ministre échoua comme le précédent.

II

Le terrain juridique a tenté tous ceux qui voyaient en la matière un véritable problème. Le texte invoqué si souvent, tant pour s'opposer à cette imposition que pour la réclamer à l'égard, sinon des emprunts passés, du moins à l'égard de ceux à venir, est le même. C'est l'article 98 de la loi du 9 vendémiaire an VI : « Le tiers de la Dette publique conservé en inscriptions est déclaré exempt de toute retenue présente ou future ». L'interprétation du mot « retenue » a préoccupé de nombreux esprits.

Les uns ne voulant lui reconnaître que le sens très strict qu'il avait avant la Révolution, semblaient écarter *a priori* toute difficulté. S'il ne s'agissait en effet que de l'engagement formel pris par l'Etat d'assurer le service régulier des arrérages sans surseoir ou se refuser au paiement d'aucun coupon échu, c'était affirmer simplement la condition principale du crédit public, c'était rompre avec un abus trop fréquent sous l'Ancien Régime. En ce cas, le Gouvernement qui reniait si délibérément la majeure partie de la Dette eut hésité sans doute à exprimer au même instant sa volonté de n'opérer sur le tiers inscrit au Grand Livre aucune retenue « présente ».

Pour justifier ce qualificatif on a proposé de ranger sous une seule dénomination les suppressions de quar-

tiers et tout impôt qui tendrait à réduire la somme remise au rentier. Il est exact qu'on obtient un résultat analogue en percevant régulièrement une taxe sur les coupons ou en s'abstenant de respecter une échéance trimestrielle. Il n'est pas surprenant que le Directoire ait voulu rassurer ceux qu'il dépossédait d'un élément de leur fortune mobilière et qui conservaient, avec le souvenir d'une récente application de la contribution foncière (1) aux rentes françaises, celui de son recouvrement par voie de stoppage. L'extension du sens attribué au mot « retenue » (2) est donc très plausible et l'épithète « futur » lierait bien l'Etat pour l'avenir, mais il n'est question dans le texte de l'an VI que du tiers consolidé. C'est de lui seul qu'il s'agit et ce n'est pas à l'heure où l'on supprimait les privilèges de toute sorte qu'on aurait pu rompre, au bénéfice de quelques-uns, les principes d'égalité si difficilement établis en faveur de tous.

Toutefois certains membres de l'Assemblée n'avaient pas été sans y songer. Mirabeau avait demandé que « toutes les rentes, soit viagères soit perpétuelles, fussent à jamais exemptes de toute imposition dans quelque cas et pour quelque raison que ce put être, ainsi

1. Sur la proposition de Cambon, la loi du 24 août 1793 (art. 111 et 112) soumit les revenus de la rente française à une taxe de 20 0/0 qui fut bientôt supprimée par la loi du 28 pluviôse an IV.

2. La signification du mot « retenue » a fait l'objet d'un exposé de M. Théodore Reinach à la chambre des députés (Sc. du 20 mai 1908, v. Documents parlementaires).

que toutes les autres parties de la Dette publique ». Ces termes exprès avaient été rejetés ; leur adoption eut mérité le reproche si souvent adressé au texte du 9 vendémiaire. Elle eut risqué d'entraîner l'aliénation d'un attribut de la souveraineté ; la loi votée ne faisait au contraire qu'établir une exemption fiscale à l'égard de valeurs déjà lourdement frappées ; sa portée précise devait n'être pas étendue.

Or toutes les autorisations données en vue d'un accroissement de la Dette ont déclaré que les « titres nouveaux profiteraient des privilèges et immunités attachés aux rentes », et nos Gouvernements successifs ont tous évoqué les « bases solides » de cet argument contre l'imposition de nos fonds d'Etat (1). Faisant allusion à la liquidation Ramel, M. Aimond disait en 1913 à la tribune du Sénat : « C'est à cette heure grave que l'on prit à l'égard du Tiers consolidé l'engagement qui domine à nos yeux la partie juridique du problème de la taxation de la rente ».

Ces déclarations ont pu inculquer dans l'esprit de tous l'idée profondément inexacte que l'Etat est contraint pour les emprunts qu'il lancera dans l'avenir à renouveler le même ensemble de faveurs au bénéfice des souscripteurs. Cette façon de voir est à tel point répandue qu'il serait impossible d'émettre aujourd'hui des titres soumis à l'impôt sur les valeurs mobilières sans spécifier nettement la modification

1. Cf. M. Thiers (15 avril 1883), M. Magne (29 décembre 1873), M. Gambetta (30 décembre 1873), M. Léon SAY (8 décembre 1876)...

apportée. Alors que chaque loi nouvelle établit une exception au régime commun, l'on est arrivé à voir dans les termes employés une clause de style et le simple rappel d'un principe qu'aucun gouvernement ne saurait librement écarter.

Il est de fait qu'en France on a coutume de juger ce moyen plus efficace pour attirer les capitaux qu'une majoration d'intérêt correspondant à la taxe prélevée, mais ce sont là des raisons d'ordre économique ; elles peuvent être négligées quand les circonstances s'y prêtent. La preuve en est qu'en 1914 on frappa les coupons des rentes 3 1/2 0/0 amortissables d'un taux de 4 0/0 (1). C'était créer un précédent sur lequel on aurait pu désormais s'appuyer si la guerre n'avait pas brusquement modifié la situation de notre marché financier. Par suite de combinaisons offertes aux porteurs, les titres qui avaient été émis au guichet disparurent très vite de la circulation. L'expérience tentée à leur égard ne fut pas renouvelée. Lorsqu'en novembre 1915, il s'agit de lancer un 5 0/0 perpétuel, M. Ribot exposa ce point de vue gouvernemental devant la Chambre des députés : « Nous ne voulons pas soulever la question de savoir s'il est bon ou mauvais que la rente soit soumise au droit commun en matière d'impôts... Aujourd'hui la question n'est pas posée. C'est uniquement en raison de l'état de fait, en raison de la situation qui résulte de la guerre, que nous déclarons qu'il est nécessaire que le nouveau titre ne soit pas soumis à l'impôt. »

1. Loi du 20 juin 1914 (S. 1915, p. 961).

III

Le scrupule juridique, ouvertement, faisait place à l'opportunité. La décision, prise à l'occasion de chaque émission, dépendait bien, non plus de textes antérieurs, mais des circonstances présentes, et c'est l'appréhension d'une réforme audacieuse qui fit exempter de l'impôt cédulaire tous les emprunts de la Défense Nationale.

On n'eut en Angleterre ni ces hésitations ni ces craintes et l'exemple donné par le Gouvernement britannique est curieux à noter. Il offrit simultanément au public deux catégories de titres : les uns, soumis à l'income tax, rapportaient 5 0/0 et les autres, exonérés, 4 0/0. Parce qu'ils comptaient sur des dégrèvements fiscaux ultérieurs, les souscripteurs firent aux premiers un accueil bien meilleur qu'aux seconds (1). Il est vrai que les Anglais étaient habitués à voir leurs consolidés rangés dans une cédula de leur impôt sur le revenu (2), tandis qu'en France la coutume inverse rendrait difficile l'importation de mesures similaires.

Si l'importance accrue de notre Dette permettrait d'espérer qu'une taxe, même légère, procurerait au Trésor une ressource considérable, l'opération toutefois ne serait vraiment fructueuse qu'en imposant aux

1. Les souscriptions rapportèrent en millions de livres sterling :

2.067 pour le 5 0/0 taxé.

42 pour le 4 0/0 exempt.

2. La cédula C de l'incometax comprend tous les fonds d'Etats britanniques ou étrangers.

porteurs un sacrifice réel sans option, ni compensation d'aucune sorte. Un pareil abus se justifierait vainement sur le terrain juridique ; il ébranlerait la confiance et ruinerait le crédit public. Les cours s'affaîsseraient aussitôt, dussent-ils ne pas perdre la valeur capitalisée de l'impôt. Surtout la grande masse des détenteurs croirait voir en la réforme une atteinte à des droits acquis.

Déjà, d'aucuns avaient manifesté contre l'application faite aux rentes de l'impôt général sur le revenu ; à tort, ils entendaient profiter d'une équivoque que M. Ribot, dès novembre 1913, avait signalée à la Chambre en lui demandant de sanctionner par son vote l'affirmation qu'il apportait à la Tribune. « J'ai tenu à préciser, pour éviter tout malentendu, avait-il dit, que la rente, pas plus qu'aucune partie du patrimoine français, n'échapperait à l'application des impôts généraux qui frappent l'ensemble, soit de la fortune, soit du revenu ». L'état actuel de notre législation ne donne lieu à aucun doute. Les fonds publics échappent aux droits du timbre et de transmission, comme à l'impôt cédulaire sur le coupon, mais bien loin de vouloir restreindre ces privilèges, on parle à présent de les étendre, en revenant sur la déclaration faite en 1913 par le Ministre des finances. Ceux qui reprochent à l'Etat d'avoir provoqué la hausse de l'intérêt attribueraient volontiers à une immunité plus étendue de la rente l'avantage d'émettre le prochain emprunt dans des conditions moins onéreuses pour le Trésor. Ils oublient qu'en accordant aux souscripteurs des faveurs excessi-

ves on ne protège pas davantage le crédit de l'Etat qu'on n'améliore le rendement du travail où défend la santé des ouvriers en édictant la loi de huit heures. On contribue seulement à l'augmentation des salaires et du loyer de l'argent. Devant la concurrence des pouvoirs publics, les entreprises privées doivent consentir à leurs obligataires des avantages supérieurs, ou prendre à leur charge, au détriment de leurs actionnaires, une partie des impôts qui frappent les valeurs mobilières.

Cette surenchère et les répercussions déjà profondes de la politique financière suivie pendant la guerre par notre Gouvernement rendront plus difficile une reprise des projets d'imposition de la rente. Cette question n'aura de chances d'être résolue sans expropriation ni dépossession qu'à l'heure où seront possibles les conversions. Il semble, qu'à leur occasion, l'on pourrait offrir aux détenteurs le choix entre de nouveaux titres soumis au régime général ou le remboursement au pair de ceux qu'ils possèdent. La réforme se ferait progressivement. Elle aurait lieu pour chaque type d'emprunt au moment où les demandes nombreuses, dont il serait l'objet, se traduiraient par des cours élevés attestant la faveur du public.

Le succès de l'opération laisserait entendre que les porteurs acceptent volontiers l'échange proposé. L'Etat n'aurait plus de scrupules à l'égard de ceux qui n'ont pas la libre disposition de leur fortune mobilière, et ne mériterait pas le reproche d'abuser de sa toute puissance à l'égard des établissements dont il oriente les fonds disponibles vers des valeurs de son choix. Volon-

tairement consentie par les uns, justement imposée aux autres, l'assimilation de la rente française au régime commun ferait, sans aucun heurt, disparaître de notre législation fiscale un privilège qui reste au Parlement l'objet de nombreuses et vaines discussions.

CHAPITRE II

PLACEMENTS PRESCRITS EN RENTE FRANÇAISE

SECTION I. — PATRIMOINES D'INCAPABLES

Le Code Civil avait entouré de formalités l'aliénation des immeubles appartenant à des mineurs ou à des interdits : il avait soumis leur tuteur à l'autorisation du conseil de famille et à l'homologation du tribunal, tandis qu'il s'était contenté de prescrire pour les meubles leur libre vente aux enchères publiques. Le législateur comprit très vite le danger qu'il y aurait à ne pas mieux protéger les valeurs mobilières. Leur développement rapide lui inspira des craintes légitimement fondées qui se traduisirent par une loi du 24 mars 1806 (1) et par un décret du 23 septembre 1813, relatives aux rentes sur l'Etat et aux actions de la Banque de France.

Jusqu'à la loi des 27-28 février 1880, les tuteurs purent disposer, sans contrôle, de tous les autres titres, que ceux-ci soient au porteur ou nominatifs (2). L'arti-

1. Ce texte a été abrogé par la loi du 27 février 1880 (art. 12).

2. V. les explications données à ce sujet par M. Denormandie, rapporteur de la loi au Sénat, v. aussi la circulaire du Garde des Sceaux du 20 mai 1880 relative à l'application de ces mesures Cf. Cass. 4 août 1873. S. 73, 1, 441.

de premier de ce texte étend les prérogatives du Conseil de famille en exigeant son autorisation préalable-ment à la vente de « tous les meubles incorporels quelconques ». Pour faciliter le contrôle exercé sur la gestion du tuteur, celui-ci « doit *faire emploi* des capitaux appartenant au mineur ou à l'interdit, ou qui leur adviendraient par succession ou autrement, et ce, dans le délai de trois mois; à moins que le conseil ne fixe un délai plus long, auquel cas il pourra en ordonner le dépôt » (art. 6), « soit à la Caisse des Dépôts et Consignations, soit entre les mains d'une personne ou d'une société spécialement désignée » (art. 5). Tous les titres conservés doivent revêtir la forme nominative : ceux qui ne sont pas susceptibles de ce transfert (1) sont, suivant les indications du Conseil de famille, ou bien maintenus dans leur état, ou bien vendus pour être employés.

Rien dans la loi ne définit cet *emploi*; depuis les textes de 1806 et 1813, on s'accorde cependant à consacrer dans la pratique la place à part qu'ils faisaient aux rentes sur l'Etat et aux actions de la Banque de France. La préférence dont ces valeurs ont toujours été l'objet en la matière n'a rien qui puisse surprendre : peu à peu, elle s'est étendue aux obligations de Chemins de fer, à celles de la Ville de Paris et du Crédit Foncier. Cette énumération n'est pas limitative et tous les titres auxquels le Gouvernement accorde le

1. D. 49, 2, 260. Dans le même sens cf. arrêt du 13 nov. 1847 de la même Cour.

privilège de sa garantie semblent pouvoir être rangés parmi les emplois autorisés.

Les intentions véritables du législateur apparaissent dans plusieurs arrêts dont l'un, rendu le 13 novembre 1847 par la Cour de Caen, est particulièrement net. Il s'agissait du remploi du prix de vente d'un immeuble dotal. La question de savoir s'il pouvait être fait en rentes sur l'Etat immobilisées fut résolue par l'affirmative, parce que le but poursuivi étant d'utiliser le produit de l'aliénation au profit de la femme sans que celle-ci puisse le dissiper, le genre de placement proposé réunit tous les avantages et garanties désirables. La rente produit un revenu plus considérable que celui provenant d'une acquisition d'immeuble, et peut recevoir un caractère d'inaliénabilité résultant de l'article 9 de l'ordonnance du 29 avril 1831. Comme ni l'article 1558 du Code Civil, ni aucun autre de ce même Code, n'ont déterminé quelle serait la nature des emplois ordonnés; c'est une question d'appréciation laissée à la discrétion des tribunaux. Leur influence sur le marché de la rente est donc moindre que celle des fonds disponibles de certains établissements, orientés suivant les prescriptions formelles de la loi.

SECTION II. — FONDS DISPONIBLES D'ÉTABLISSEMENTS PUBLICS

Le caractère officiel du drainage de l'épargne populaire a été établi en France par l'ordonnance du 18 juin 1829 et par les lois des 9 juin 1835 et 31 mars

1837. Ces textes posèrent le double principe du versement obligatoire par les Caisses d'Epargne des fonds des déposants à la Caisse des Dépôts et Consignations, et de leur placement par les soins de cette dernière en Rentes sur l'Etat ou en compte courant avec le Trésor public. C'était réduire la liberté de ces organismes intermédiaires à la seule disposition de leur fortune personnelle, c'est-à-dire de leurs bénéfices ou de libéralités. C'était confondre leur crédit et celui du Gouvernement dans une même solidarité dont les crises de 1848 et 1870 montrèrent le réel danger.

La loi du 9 avril 1881 créa la Caisse nationale d'Epargne ou Caisse postale : celle du 20 juillet 1895, entrée en vigueur en 1900, donna leur régime actuel à toutes ces institutions.

Les résultats atteints paraissent considérables : le nombre total des livrets est passé de 15.066.000 au 31 décembre 1913 à 15.738.000 au 31 décembre 1920 ; entre ces deux mêmes dates, le montant des capitaux accumulés, représentant le solde dû aux déposants, s'est élevé de 5.829 à 8.149 millions de francs. Les opérations de l'année 1921 avec la Caisse des Dépôts et Consignations se traduisent par un excédent de dépôts de 800.258.175 francs. Ces chiffres n'attestent pourtant pas l'excellence du système. Par un excès de rigorisme, la loi de 1895 ne protège pas l'épargne autant qu'elle l'aurait pu faire ; la même sécurité eut été obtenue par l'application des règles relatives aux compagnies d'assurances sur la vie. L'on a trop recherché le procédé qui mettrait, sous une forme indirecte, des

sommes importantes de service du crédit public, au lieu de tendre au développement d'une qualité prédominante de notre peuple.

Dès qu'un compte individuel dépasse par les versements et la capitalisation des intérêts un maximum légal fixé depuis la guerre à 5.000 francs (1), il en est donné avis au déposant par lettre chargée. Si dans les trois mois qui suivent cette notification, le déposant n'a pas réduit son crédit, il lui est acheté, d'office et sans frais, de la Rente française. Ces acquisitions se font après avis de la Commission de surveillance et avec l'autorisation du Ministre des finances. Le décret du 10 août 1914 suspendant les prescriptions, péremptions et délais en matière civile, commerciale et administrative, a entraîné la suppression momentanée de ces opérations faites ainsi pour le compte des déposants. Mais ce décret ayant été abrogé par la loi du 23 octobre 1919, qui a fixé la date de la cessation des hostilités, les achats ont été repris en 1920.

L'importance des fonds provenant des Caisses d'Épargne et employés en rentes se chiffrait au 31 décembre 1920 par :

60.678.698 fr. de rente 3 0/0,	soit un capital de 1.521.577.847,14
41.805.855 — 3 0/0 am.	1.145.667.192,16
19.994.211 — 5 0/0	352.447.016,28
17.980.837 — 4 0/0 1917	320.848.965,49
31.123.286 — 4 0/0 1918	555.555.152,88
72.007.968 — 6 0/0	1.200.132.800 »

1. Le maximum, antérieurement à la guerre, était de 1.500 fr.

2. Cf. Lois du 9 avril 1881 (art. 9), 20 juillet 1895 (art. 4), 18 octobre 1919 (art. 1er).

Les achats de rentes effectués en 1920 à la demande de 1.190 déposants portèrent sur un capital de 1.708.241 fr. 73 (1) contre 3.767.378 fr. 72 pour 2.433 déposants l'année précédente. La Caisse des Dépôts et Consignations procéda d'office (2) et pour la même année à l'achat de 1.140 francs de rentes 5 0/0 représentant un capital de 19.937 fr. 94.

En général, elle se procure des titres à la Bourse par l'intermédiaire de la Chambre Syndicale, mais elle peut être amenée à s'adresser directement à l'Etat au profit d'un quelconque des patrimoines dont la gestion lui est confiée.

Les Sociétés de Secours mutuel approuvées, la Caisse nationale des Retraites pour la vieillesse (3), la Caisse nationale d'assurances en cas de décès ou d'accidents (4) donnent lieu à des inscriptions nominatives ou mixtes formant autant d'exceptions au principe général qui veut que le Trésor donne aux titres en circulation la forme librement choisie par leur détenteur.

Toutes ces acquisitions contribuent indirectement au soutien de la rente. Leur influence, très sensible en temps normal, est devenue dérisoire devant l'accroissement continu de notre dette publique.

1. En fait il n'y eut que 1181 déposants qui demandèrent l'achat de 93.021 francs de rente pour un capital de 1.697.494 fr. 03. Les neuf autres déposants demandèrent 33 obligations des chemins de fer de l'Etat soit 11.047 fr. 70.

2. Aux termes des articles 9 et 21 de la loi du 9 avril 1881.

3. Lois des 20 juillet 1886, 9 avril 1898, 22 avril 1903 et 5 avril 1910.

4. Lois des 11 juillet 1868 et 24 mai 1899.

DEUXIÈME PARTIE

L'ÉTAT AGIT EN VUE DE DIMINUER LES OFFRES
DONT LA RENTE FRANÇAISE PEUT ÊTRE L'OBJET

CRÉATION DE DÉBOUCHÉS : 1° En faveur de certains contribuables (Monnayage de la rente) ; 2° En faveur des rentiers (Fonds de soutien).

CHAPITRE III

MONNAYAGE DE LA RENTE (1)

SECTION I. — CARACTÈRE EXCEPTIONNEL DE CETTE MESURE.

Une des règles de notre comptabilité publique veut que nul ne se libère par compensation des sommes

1. Il paraît possible de parler d'un « monnayage » de la rente, admise par le fisc en paiement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre et offerte par l'Etat en paiement des indemnités pour dommages de guerre.

En effet les lois des 20 avril et 23 juillet 1921 indiquèrent les formalités à remplir par tous ceux qui voulurent obtenir en rentes le paiement immédiat de leur créance. Adressées au Préfet du département où se trouvait le sinistre, leurs demandes étaient confiées à un service de contrôle financier qui les instruisait et les transmettait au Crédit National.

qu'il doit au Trésor. La mesure prise à l'égard des assujettis à l'impôt sur les bénéfices de guerre montrait donc le désir de notre Gouvernement d'ouvrir un débouché pour l'excédent des titres dont il était contraint de poursuivre l'émission. Dans l'exposé des motifs du projet soumis au vote de la Chambre, le législateur se défendit d'accepter une telle modalité s'il s'était agi d'une ressource permanente du budget ; c'eût été à son avis instaurer une politique financière dangereuse (1). Mais le caractère extraordinaire de la contribution visée lui fit successivement admettre en paiement les titres des emprunts 5 0/0 1915 ou 1916, 4 0/0 1917 ou 1918, et 5 ou 6 0/0 1920.

SECTION II. — L'ACQUITTEMENT DE LA CONTRIBUTION EXTRAORDINAIRE SUR LES BÉNÉFICES DE GUERRE.

La valeur de reprise fixée par la loi du 26 octobre 1917 au prix d'émission constituait à l'encontre des intérêts du Trésor une véritable prime à la baisse. En

Celui-ci procédait à un abattement de 15 0/0 sur les sommes arrêtées et convertissait le solde en fonds d'Etat.

Jusqu'au 31 décembre 1921, 1.093.540 francs de rentes représentant un capital nominal de 18.225.666 fr. 65 avaient servi à payer 20.430.006 fr. 50 d'indemnités.

1. L'Angleterre fut d'un avis opposé. Pour l'acquittement des droits de succession son gouvernement accepta de reprendre au pair des rentes qu'il avait émises avec une prime de 15 0/0.

En France le décret du 30 octobre 1918 admit seulement les bons de la Défense en paiement des droits de mutation par décès. Encore devaient-ils être d'une valeur égale ou supérieure à 100 francs et avoir été émis avant le décès du *de cujus*.

outre on écartait toute chance de règlement au moyen de ceux des fonds d'Etat dont les prix viendraient s'élever au delà des limites prescrites. Aussi la loi du 19 septembre 1918 disposa dans un article 7, reproduit par les textes ultérieurs, que l'on choisirait le cours moyen coté à la Bourse de Paris la veille de leur présentation en paiement sans qu'il puisse être inférieur au taux d'émission fixé par décret. Dans le cas où s'appliquait le minimum, il était majoré de l'intérêt couru depuis la dernière échéance pour les rentes perpétuelles. Pour les 5 0/0 amortissables 1920 on le majorait en outre d'une portion de la prime de remboursement (1).

1. La façon de calculer ces intérêts et cette majoration pour prime a été étudiée en détail par la « Société fiduciaire de Paris ».

« Pour les titres 5 0/0 1915 et 1916, 4 0/0 1917 et 1918 et 5 0/0 amortissable 1920, l'intérêt était calculé par jour, le mois étant compté pour 30 jours, en négligeant, pour chaque franc de rente, la portion inférieure à 0,01; pour la rente 6 0/0 1920, il était négligé 0,01 par chaque fraction de 3 francs de rente. La majoration pour prime applicable à la rente 5 0/0 amortissable 1920, était égale, à l'échéance semestrielle, au produit de la différence entre le taux de remboursement et celui d'émission, c'est-à-dire au produit de la prime par le rapport du nombre de séries déjà sorties au nombre total des séries.

Dans l'intervalle de deux échéances, on ajoutait encore pour chaque quinzaine écoulée, la portion de prime acquise soit $\frac{1}{12}$ de la différence entre la portion qui devait être acquise à l'échéance suivante et celle qui l'avait été à la dernière.

Les rentes 5 0/0 1915 et 1916 ayant été émises à 87,50 le 4 0/0 1917 à 68,60, le 4 0/0 1918 à 70,80, et le 6 0/0 1920 au pair, soit

Les titres susceptibles d'être présentés devaient être au porteur et libérés entièrement (1). Le contribuable en les remettant au percepteur du lieu de l'imposition,

400 francs, leurs valeurs minima de reprise à une date qui suit de N jours le paiement du dernier coupon sont respectivement :

Rentes perpétuelles 5 0/0 1915 ou 1916.	87,50 + $\frac{5N}{360}$
— — 4 0/0 1917	68,60 + $\frac{4N}{360}$
— — 4 0/0 1918	70,80 + $\frac{4N}{360}$
— — 6 0/0 1920	100 + $\frac{6.N}{360}$

Pour la rente amortissable 5 0/0 1920 :

Si N est le nombre de jours écoulés depuis le paiement du dernier coupon ;

s le montant de séries sorties à la dernière échéance semestrielle ;

s' le montant de séries qui seront sorties après la prochaine échéance semestrielle ;

S le nombre total de séries à amortir ;

P le nombre de quinzaines écoulées depuis la dernière échéance semestrielle ;

la prime de remboursement étant de 50 francs, la valeur de reprise d'un titre de 5 francs de rente, sera de :

$$400 + \frac{5N}{360} + \frac{s}{S} 50 + \frac{P}{12} \frac{s' - s}{S} 50.$$

4. Si les titres susceptibles d'être présentés ont été déposés pour renouvellement, division ou réunion, le récépissé du dépôt délivré par le Trésor pourra être accepté après décharge régulière, dans les mêmes conditions qu'un titre définitif.

Enfin, les titres ayant fait l'objet d'une déclaration de perte ou de vol notifiée au Trésor dans les conditions prévues par la loi du 16 février 1917 ou annulés au Grand-Livre de la Dette Publique à la suite d'une déclaration de perte, ne peuvent être remis en paiement.

au receveur des finances de l'arrondissement ou au trésorier-payeur général du département rédigeait une déclaration mentionnant le numéro et le montant de chacun des titres. En échange il recevait une quittance ou un récépissé libératoires.

L'avantage d'un pareil règlement n'échappait à personne. Pour profiter d'un écart de plusieurs points, les assujettis se procurèrent de la rente et contribuèrent à rendre à son marché une certaine activité que vint accroître encore, un mois durant, l'article 61 de la loi de finances du 31 décembre 1921. Il était ainsi conçu :

« En ce qui concerne la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre, ne pourront faire l'objet d'un paiement en rentes, les portions de contributions qui n'auront pas été acquittées dans un délai de deux mois après la date de l'exigibilité légale. Toutefois, les bénéficiaires de suspension de paiement ou de sursis accordés dans les conditions prévues par les articles 15 de la loi du 31 décembre 1918, 19 de la loi du 25 juin 1920 et 3 de la loi du 7 mars 1921, pourront être admis à s'acquitter des portions de contributions visées par lesdits sursis ou suspensions au moyen des titres de rentes *dont ils justifient être possesseurs dans le mois de la promulgation de la présente loi.* »

Ce mois a pris fin le 31 janvier 1922. Depuis cette date les seules contributions dont l'exigibilité remontait à moins de deux mois pouvaient être payées en rentes. Comme les rôles qui restaient à émettre étaient peu nombreux, les fonds publics furent privés de toute une catégorie d'acheteurs, de beaucoup la plus importante.

CHAPITRE IV

FONDS DE SOUTIEN

SECTION I. — EXEMPLES TIRÉS DE NOTRE HISTOIRE FINANCIÈRE.

Aux heures où se succèdent dans un pays de fréquentes émissions de rentes, il n'est pas rare de voir le Gouvernement poursuivre un double but. En premier lieu, pratiquer un amortissement économique de la Dette en profitant de cours très inférieurs au pair ; en second lieu, contribuer à l'activité du marché en absorbant dans une certaine mesure les titres des détenteurs légitimement désireux de les réaliser.

L'accomplissement de cette tâche a préoccupé depuis 1914 la plupart des pays belligérants : tous en ont recherché les moyens les plus sûrs, mais il serait incomplet de les mentionner sans relever au moins dans notre histoire financière les précédents les plus caractéristiques. Ils sont nombreux car « ni les ministres de la Monarchie à la veille de la Révolution, ni ceux du lendemain, sous le Consulat et l'Empire, ni les ministres parlementaires de la Restauration sous un gouvernement censitaire, ni les ministres du suffrage universel sous la III^e République, aucun d'entre eux n'a pu se soustraire à ce préjugé invétéré, qu'ils

étaient les ministres de la Bourse et préposés comme tels au cours de la rente » (1).

On pourrait ranger leurs interventions en deux catégories : d'une part, celles qui s'efforcent d'être occultes et soudaines ; d'autre part, celles qui restent dans des limites officieusement admises, sinon légalement autorisées. Celles-ci peuvent être considérées comme un procédé régulier dont l'emploi le plus récent résulta de la loi du 26 octobre 1917 ; celles-là ne sont qu'un expédient souvent stérile ayant reçu ses plus fréquentes applications sous les gouvernements absolus dont l'administration demeurerait libre de tout contrôle parlementaire effectif.

I.

De tous les ministres de l'Ancien Régime, Calonne est peut-être celui qui pesa le plus lourdement sur le marché financier. Les circonstances s'y prêtaient. Les abus de l'agiotage déterminaient des variations brusques dans le cours des actions de la Compagnie des Indes et de la Compagnie des Eaux de Paris. Les titres de la Caisse d'Escompte étaient eux aussi l'objet de spéculations démesurées. Des fortunes s'édifiaient en quelques instants au détriment de celles qui semblaient les mieux assises. Une période de dépression succéda vite à celle d'une hausse injustifiée. Des malheurs arrivés à plusieurs maisons de banque, de commerce et de

1. LÉON SAY. « Les interventions du Trésor à la Bourse depuis cent ans » 1885.

finance ébranlèrent la confiance. Le ministre de Louis XVI jugea que le crédit public serait affecté par de semblables convulsions. Dans sa requête au Roi datée de 1787 il reconnut avoir voulu soutenir le cours des valeurs des deux compagnies commerciales (1) en leur remettant 11.500.000 livres (2). Cette somme fut vainement engloutie, mais l'expérience ne parut pas concluante, et Calonne prétendit la renouveler en agissant sur le cours des fonds d'Etat dont le gouvernement ne pouvait se désintéresser, du moins l'affirmait-il, avant le « classement » définitif d'un emprunt. Son attention porta plus volontiers sur ce point aux approches de l'Assemblée des notables. Contre les spéculations à la baisse il résolut d'opposer une spéculation à la hausse et de lutter contre les abus par des abus en sens contraire.

Après l'emprunt royal émis en décembre 1785 avait été rendu un arrêt (3) ordonnant qu' « il ne pût être fait à l'avenir aucun marché d'effets royaux ou autres effets publics ayant cours à la Bourse pour être livrés à un terme plus éloigné que celui de deux mois à compter du jour de sa date ». Les agents de change étaient priés « d'inscrire sur leurs registres et à leurs dates véritables toutes les négociations par eux effec-

1. La Compagnie des Eaux de Paris était une association ayant pour but la distribution dans la capitale des eaux extraites de la Seine par une machine à vapeur.

2. Il convient d'ajouter à cette dépense une commission de un million remise à un banquier.

3. 22 septembre 1786.

tuées... Les contestations nées ou à naître au sujet des opérations à terme, et compromis ayant pour objet des effets quels qu'ils soient, étaient évoqués devant le Conseil du Roi, qui seul avait mission d'en connaître (1) ».

Ces atteintes à la liberté des transactions risquaient de soulever la mauvaise volonté des agents de change dont elles compliquaient singulièrement la tâche et celle des clients dont les ordres ne pouvaient être exécutés avant que des écritures fort longues aient été passées. Il est curieux de se reporter à la campagne menée par la presse de l'époque en vue de justifier les interventions de la puissance publique.

Notre Gouvernement en présentant sa propre façon de voir comme un exemple venu de l'étranger espérait la faire accepter plus volontiers par le public français.

On relève en effet dans le courrier de l'Europe une « correspondance de Londres » qui semble bien avoir été dictée dans le cabinet même de notre Contrôleur général des finances : « Le Chancelier est le curateur né de toutes les fortunes des mineurs et des gens interdits pour cause de folie ou d'imbécillité qui se trouvent dans le royaume. Il est aussi dépositaire des sommes qui sont en litige. C'est toujours aux époques où les fonds baissent qu'il donne l'ordre de placer dans les fonds publics les sommes qui appartiennent aux mineurs... Les achats faits de cette manière sont les

1. On trouve au sujet de « l'agiotage au temps de Calonne » un article intéressant de M. Ch. Gomel dans le *Journal des Economistes*, août 1892.

placements les plus avantageux que l'on puisse faire, et ils ne peuvent pas manquer de soutenir les fonds dans les moments de crise... En temps de guerre et dans les moments où la crise est trop forte le Gouvernement ajoute souvent des sacrifices à ces deux moyens, dont les ministres ne peuvent pas convenir, mais qui sont certains et très considérables ».

C'étaient bien là « les voies ignorées » que préconisait Calonne malgré tous les inconvénients qu'on leur pouvait justement reprocher. Un de ses collaborateurs les plus éclairés, et qui avait été à même de voir les fâcheux résultats de cette politique financière, s'excusait plus tard en relatant un entretien qu'il avait eu avec le Premier Consul, de « ne pas faire parler mieux qu'un autre, sur les marchés de la Dette Publique et sur les manœuvres de Bourse, un homme si supérieur aux autres » (1).

II

Bonaparte commit, en effet, l'erreur propre à tous ceux dont l'autorité ne veut rencontrer aucun obstacle et prétend éluder les conséquences inéluctables des lois économiques les mieux établies. Il entendit qu'on réglementât le marché à terme. Malgré sa force de persuasion, il ne réussit pas à convaincre son futur

1. On trouve le compte rendu de ce dialogue dans les *Mémoires d'un ministre du Trésor public* (1700-1815) 3 vol. in-8°, Félix Alcan 1898. Cf. t. I, p. 251 et suiv.

ministre du Trésor (1). On accrut le rôle et la dotation de la Caisse d'amortissement. Des mesures furent prises qui réfrénèrent les abus de la spéculation, parce qu'elles développèrent chez les agents de change une discipline favorable à la sécurité des transactions, mais les agioteurs continuèrent d'escompter la baisse de la rente française. Ils encoururent le même reproche de la part du Premier Consul, celui d'affirmer leur manque de confiance dans le Gouvernement et de préparer le discrédit des fonds d'Etat en le proclamant à l'avance.

La situation n'était plus la même en 1803, et l'annonce de la rupture prochaine avec l'Angleterre (2) surprit de nombreux spéculateurs engagés à la hausse. Ceux-ci affirmèrent que leur zèle pour le Gouverne-

1. « Qu'on me pardonne une seule réflexion, écrivait celui-ci, sur l'étrange position d'un ministre que le chef de l'Etat oblige de diriger une opération contraire à son opinion ou à son plan de service et qui se trouve condamné à soutenir en public une mesure qu'il a franchement condamnée dans le secret du cabinet... Il y a peut être quelque mérite à se résigner à l'exécution d'un plan qu'on désapprouve quand on peut du moins espérer qu'une partie des inconvénients sera atténuée par le mode d'exécution Je pris ce dernier parti et je laisse à juger s'il fut en effet le meilleur ». On trouverait aisément d'autres ministres des finances contraints pour appliquer des lois qu'ils ont combattues au moment de leur adoption de développer eux-mêmes les inconvénients qu'ils leur reprochaient alors.

2. La paix d'Amiens avait été conclue le 16 germinal an X (27 mars 1802) entre la République française, l'Angleterre, l'Espagne et la République batave. Les négociations avaient été commencées après la chute du ministère Pitt et les préliminaires signés à Londres le 1^{er} octobre 1801.

ment les avait poussés dans ces sortes d'affaires particulièrement favorables au crédit public, et que la baisse des cours était une iniquité manifeste à leur endroit. Leurs doléances parvinrent jusqu'à l'Empereur qui résolut d'intervenir malgré les avis de Mollien et par le moyen d'une Caisse d'amortissement qu'il jugeait toute-puissante : « Employez demain, lui dit-il, quatre millions pour soutenir le cours des 5 0/0 et la même somme, s'il le faut, pour chacun des deux jours suivants. Point d'objections. Si ces fonds ne sont pas à votre disposition, il faut les trouver. J'écris au Ministre des Finances et au Ministre du Trésor : voyez-les tous les deux ; vous viendrez chacun des trois jours me rendre compte de vos opérations et de leur effet » (1). Les difficultés furent vaincues ; en peu d'heures, douze millions purent être réunis, mais l'agent de change de la Caisse d'amortissement reçut de ses collègues un nombre d'offres que cette somme était loin de pouvoir absorber. Après trois jours de lutte inégale, les titres baissèrent de plus de 10 0/0. Le Premier Consul, au moment du compte rendu de la dernière journée, disait à Mollien (1) : « Vous avez été battu, c'est là un faible mécompte. J'ai du moins atténué celui plus grave qui menaçait la Ville de Paris. J'ai peut-être aussi prouvé à l'Angleterre qu'à la veille de la guerre nous pouvions encore pourvoir à d'autres besoins qu'à ceux de la guerre elle-même » (2). Si ces douze millions avaient accrus

1. V. MOLLIEN, *op cit.*, t. I, p. 353 et suiv.

2. V. Mollien, *op. cit.*, tome II, p. 266 et suiv.

nos recettes budgétaires, peut-être la preuve eut-elle été digne de retenir davantage l'attention de l'Angleterre et n'eut-elle pas été moins profitable à nos finances.

L'Empereur, en 1808, fit une seconde tentative et les apparences risquèrent, cette fois, de lui donner raison. L'opinion publique française était hostile à l'envahissement de l'Espagne et la presse anglaise, en élevant la voix contre le dominateur du monde, escomptait la baisse de nos 5 0/0 cotés au-dessus de 90 francs au moment de la Paix de Tilsitt (1). En moins d'un an, ils s'abaissèrent rapidement, abandonnant dix points. Napoléon résolut alors, en dépit des règles du crédit, de se rendre maître de la confiance publique. Il prescrivit qu'un agent de change, désigné à cet effet, se porterait acheteur de tous les titres qui seraient offerts à 80 francs ou au-dessous (2). La Caisse d'amortissement dût employer ses disponibilités en achat de 5 0/0 (2). La Banque de France, depuis le dédoublement de ses actions, disposait d'une portion de son capital : elle dut l'affecter à ce même but. Pour compléter la somme nécessaire, on fit appel à la Caisse de Service du Trésor. Mais beaucoup de porteurs avaient acheté leurs titres à 60 francs. Le défi soutenu par l'Empereur était donc dangereux pour le Trésor qu'il exposait à racheter toute la Dette constituée. La dépense se serait élevée à près d'un milliard. En fait, elle s'élevait

1. Le traité de Tilsitt date de 1807 : il fut conclu entre la France d'une part, la Prusse et la Russie d'autre part.

2. Mollien, *op. cit.*, t. II, p. 266 et suiv.

à 30 millions à la fin de 1808, c'est-à-dire après quatre mois ; sans doute, des créances plus urgentes réclamaient l'emploi de ces deniers. Mais, en apprenant les résultats, Napoléon pouvait écrire à Mollien : « De Madrid, le 13 décembre 1808. — Je vois avec « plaisir que le cours du 5 0/0 n'a pas été au-dessous « de 80 francs ; je ne regrette pas les 30 millions qui « y ont été employés ; dût-il en coûter autant, je « désire que vous teniez la main à ce que ce cours soit « maintenu. La Banque peut prendre une bonne partie « de ces rentes, ainsi que la Caisse de Service ; la « Caisse d'amortissement peut en prendre encore ; un « intérêt de 6 1/2 0/0 dans la situation de nos affaires « est un bon placement. Ce n'est qu'ainsi que les 5 0/0 « prendront de la valeur ; chacun sera sûr de ce qu'il « aura dans sa poche lorsqu'il ne craindra pas que les « 5 0/0 baissent au-dessous de 80 francs... Je n'admets « aucune excuse... que nos 5 0/0 ne tombent pas au- « dessous de 80 francs. Sur ce... etc... Signé : Napo- « léon. » Ces interventions soudaines et les sommes dont elles comportaient l'immédiate utilisation, s'accordaient avec le caractère absolu du pouvoir impérial et le vote d'emblée du budget par le Corps législatif.

III

La règle de la spécialité par ministère, établie par la loi du 23 mars 1817 (art. 151), prescrivit dans son article 148 la forme dans laquelle les comptes seraient présentés aux Chambres en fin d'exercice. Elle permet-

tait encore au pouvoir exécutif de se mouvoir à son gré dans des limites assez larges.

Le baron Corvetto, ministre des finances en 1818, eut à résoudre un problème difficile.

Placé en face d'une dette s'élevant à près d'un milliard, sur lequel 700 millions représentaient l'indemnité de guerre (1), il dut emprunter à nouveau. Pour la première fois, en France, on ouvrit une souscription publique. L'intérêt nominal était 5 0/0, le prix d'émission 67 francs, la somme demandée 200 millions. Le Gouvernement vit avec plaisir la spéculation s'emparer de ces titres : son intention était, en effet, de se libérer, au moins partiellement, de sa dette extérieure avec le type de rentes qu'il mettait en circulation. La Banque de France consentit d'importantes avances sur les certificats provisoires et se montra favorable à toutes les opérations d'escompte susceptibles de contribuer à l'activité du marché des fonds publics. Les cours atteignirent 80 francs : ils retombèrent à 74 francs dès la fin du mois d'août et oscillèrent autour de ce chiffre jusqu'à la fin des négociations d'Aix-la-Chapelle (2). Brusquement, le 31 octobre, les retraits de numéraire obligèrent la Banque à refuser l'escompte des papiers

1. Les charges de l'invasion et du traité du 20 novembre 1815 avaient été particulièrement lourdes.

2. En septembre, 1818, les souverains alliés, accompagnés de diplomates et de banquiers, s'étaient réunis en congrès à Aix-la-Chapelle dans le but d'examiner la demande formulée par notre Gouvernement de la Restauration ; celui-ci se déclarait assez fort et jugeait la situation politique de la France assez bien établie pour envisager dans un bref délai l'évacuation du territoire français.

dont l'échéance dépassait 45 jours. L'embarras s'accrût très vite. L'Etat qui s'était contenté de prêter 25 millions sur les certificats d'emprunt porta ce chiffre à 38.071.000 francs, puis décida de racheter ses propres titres. De novembre 1818 à janvier 1819, il récupéra 2.929.000 francs de rente au prix moyen de 69 fr. 25 (1). Cette opération lui coûta 40.579.603 francs.

L'effort demandé au Trésor n'était guère en proportion du résultat obtenu. Le règlement international, objet primitif de l'intervention, avait été bien vite oublié : perdant son caractère particulier, l'opération avait évolué pour se rapprocher davantage de celle faite, en 1881, par M. Allain Targé, à seule fin de soutenir le cours de la rente.

IV

Du 31 décembre 1881 au 4 janvier 1882, soit en cinq jours, ce ministre des finances fit acheter au comptant, à 85 fr. 48, 2.305.000 francs de rentes 3 0/0 amortissables libérées partiellement et les revendit aussitôt à terme, en s'engageant à les livrer au prix de 85 fr. 80 à la liquidation de fin janvier. Pour un débours de

1. 1.000.000 de rentes furent rachetés au prix de 69,00 francs.					
325.500	—	—	—	—	69,45
651.000	—	—	—	—	68,60
952.000	—	—	—	—	69,75
<u>2.929.500</u>	—	—	—	—	moyen de 69 fr. 25.

Tous les détails relatifs à cette intervention se trouvent consignés dans le rapport fait à la Chambre le 17 mars 1820 par M. Benoist, député.

52.900.000 fr. il réalisait une différence de 250.000 fr., représentant un intérêt de 5,68 0/0 par an. Cette spéculation du Gouvernement, sur ses propres titres, tenait au grand nombre de valeurs mobilières offertes sur le marché depuis deux ans (1) et à l'aléa que comportait l'émission nouvelle et considérable d'un emprunt dont on attendait un milliard. Grâce aux facilités accordées pour le paiement, l'emprunt rencontra la faveur d'un certain public. Emis à 83 fr. 25, les titres atteignirent 85 fr. 50 et même 90 francs au mois d'août 1882. Ce fut le cours maximum, car la Bourse traversa la crise inévitable après les périodes de hausse factice. Sous la pression de l'opinion publique, le Ministère consentit à placer en reports les ressources du Trésor jusqu'à concurrence de deux cents millions, montant des versements exigibles. Il prenait ainsi le parti d'éloigner de quelques individus les responsabilités qu'ils avaient encourues avec une imprudence bien souvent excessive. Il n'empêcha pas une baisse générale des valeurs qui, seule, pouvait rétablir entre l'offre et la demande un équilibre naturel. En tentant de la retarder, il avait alourdi sa Trésorerie ; heureusement, il réussit à diminuer ses reports à chaque liquidation mensuelle et l'opération se termina en juillet 1882. L'Etat, certainement, était sorti de ses attributions en favorisant, au détriment de la masse des contribuables, la classe encore peu nombreuse des porteurs de fonds publics.

La situation, née de la dernière guerre, allait singu-

1. Les émissions faites au cours de ces deux années atteignaient un total de 41 milliards.

lièrement modifier l'aspect du problème. Il s'agissait de porter secours à tous ceux qui avaient mis leurs épargnes au service de la nation, répondant, sans se lasser jamais, aux appels répétés qui leur étaient adressés. Sous couleur d'amortissement, la plupart des Gouvernements décidèrent d'intervenir sur le marché pour offrir aux détenteurs des titres d'emprunt le débouché qu'ils recherchaient.

SECTION II. — MESURES PRISES DEPUIS 1914

I

L'Angleterre donna l'exemple (1) d'une méthode adoptée dans la suite par la France et les Etats-Unis. Mr. Bonar Law, désireux d'assurer la stabilité du cours des rentes qu'il avait émises, créa un « fonds de dépréciation » ; le Trésor put y puiser mensuellement une somme représentant le $\frac{1}{8}$ du capital nominal lorsque les prix fléchissaient au-dessous de la valeur d'émission. L'on peut estimer à 32 millions de livres sterling (2) la dépense annuelle faite pour ses rachats.

L'Allemagne agit autrement (3). Elle garantit aux souscripteurs d'origine qu'ils pourraient toujours trou-

1. V. un article de M. Raffalovich dans le numéro de l'*Economiste français* du 22 mai 1920, p. 645.

2. Soit au pair 800 millions de francs.

3. V. dans l'*Economiste français* du 24 janvier 1920, p. 103, le compte rendu d'une séance tenue par la Société d'Economie politique de Paris.

ver acheteur en la Reichsbank, jusqu'à concurrence de 2.000 marks. Après la Révolution, ce procédé devint irréalisable. Le cours des fonds d'Etat s'affaissa chaque jour davantage et les ordres de vente submergèrent le marché. La Banque d'Empire s'assura le concours de toutes les maisons allemandes de crédit et forma de la sorte au capital d'un milliard de marks un « Syndicat de protection » qui prit le nom de « Reichsanleihe A. G. ».

La même promesse de rachat fut prêtée à la Banque austro-hongroise, mais sans qu'elle y ait jamais consenti. La presse avait été trop heureuse de défendre les intérêts de tous les porteurs de rentes nationales en vantant les procédés germaniques. On se rua aux guichets de la Banque qui protesta contre cet abus. Le public préféra toutefois convertir ses titres en billets, même dépréciés, parce que ceux-ci étaient susceptibles d'être thésaurisés ou de servir aux besoins courants.

L'indépendance dont jouit la Banque de France et la haute sagesse dont son conseil a toujours fait preuve s'opposaient à l'adoption de mesures analogues. L'organisation d'un contrôle parlementaire de nos finances interdisait d'autre part le recours à des moyens occultes. L'Etat devait donc procéder ouvertement s'il se décidait à apporter une aide financière sur le marché des fonds publics.

II

L'exposé des motifs du projet de loi déposé sur le bureau de la Chambre en octobre 1917 prévoyait la constitution d'un « fonds spécial destiné à faciliter la

« négociation des emprunts de la Défense nationale ». Le Parlement adopta cette idée sans même songer à en discuter le principe tant l'opinion courante était favorable à cette intervention. Le texte voté devint celui de la loi du 26 octobre : son article 3 indiquait à la caisse d'amortissement les directives générales de la gestion qui lui incombait.

Il s'agissait, dans la limite des crédits budgétaires qui seraient ouverts à ce chapitre, de récupérer en Bourse les titres des seules rentes émises depuis la guerre. Un prix maximum était fixé pour la reprise de chaque type d'emprunt : dans aucun cas les achats ne pouvaient être effectués au-dessus de :

87 fr. 50	s'ils portaient sur les 5 0/0 perpétuels	1916 ou 1916.
70 fr. 80	— — — 4 0/0	— 1917 ou 1918.
100 francs	— — sur le 50/0 amortiss. ou 60/0 perpétuel	1920.

La commission de surveillance, instituée auprès de la Caisse des dépôts et consignations par les lois des 26 avril 1816 et 6 avril 1876, fut chargée de déterminer le mécanisme de ces opérations dans les limites légalement prescrites. Elle sut le faire au mieux des intérêts généraux et la publicité dont elle entoura les résultats atteints révèlent son louable souci d'une absolue sincérité.

Elle décida que « les achats seraient effectués au comptant (1) par l'entremise de la Chambre syndicale

1. Les opérations de la caisse d'amortissement étaient réglées au jour le jour sur la production des bordereaux d'achat de façon à ce que les vendeurs reçussent de la Chambre syndicale aussitôt la livraison de leurs titres, le produit de la négociation.

des agents de change de Paris et qu'ils seraient portés à la connaissance du public par l'insertion au *Journal officiel*, tous les dix jours, du chiffre global des sommes employées au cours de la décade écoulée, puis, le premier de chaque mois, du montant des achats journaliers effectués pendant le mois précédent ».

L'idée qui donnait à ce procédé sa véritable valeur était qu'à aucun moment les titres ne pénétraient dans le portefeuille de la Caisse d'amortissement. Aussitôt que les vendeurs les lui avaient livrés, la Chambre syndicale les remettait directement au Trésor. L'agent comptable du Grand-Livre pour faire foi de l'annulation des rentes perpétuelles (1) et le Caissier payeur central pour attester l'inscription des rentes amortissables au nom du Trésor, délivraient des certificats qui justifiaient de l'opération auprès de la Caisse d'amortissement.

Le rapport annuel (2) fait au Parlement par la commission de surveillance contient depuis celui de 1918 — relatif aux opérations de l'année 1917 —, une annexe qui permet de suivre les mouvements de recettes et de dépenses de la Caisse d'amortissement et les annulations qui en ont résulté.

Le compte « Caisse », toujours soldé, n'était qu'un simple intermédiaire.

1. Elles étaient portées à un « compte de réduction de la Dette publique ».

2. C'est à la série de ces rapports annuels que les renseignements et les chiffres donnés dans ce chapitre et relatifs à l'application de la loi du 26 octobre 1917 doivent une grande part de leur précision.

Le compte « Trésor public, s/c de recettes et de dépenses de la Caisse d'amortissement » était crédité des sommes allouées par le Trésor comme dotation du fonds spécial et débité du chiffre des achats effectués. Son solde faisait ressortir les fonds disponibles déposés en compte courant non productif d'intérêts jusqu'au moment de leur emploi.

Un jeu d'écritures retraçait les opérations concernant chaque type de rentes. Pour chacun d'eux en effet, un compte était ouvert à la balance sous la rubrique : « Rentes tant 0/0 provenant de rachats ». A leurs débits étaient portés tous les emplois effectués ; à leurs crédits était marqué, au fur et à mesure de la réception des certificats, le montant en capital des rentes dont ils attestaient l'inscription soit au nom du Trésor, soit au compte de réduction de la Dette. Le solde de chacun d'eux indiquait le chiffre des opérations en cours. Leur total joint au solde du compte « Trésor public s/c de recettes et de dépenses de la Caisse d'amortissement » indiquait le soldé d'un dernier compte intitulé « fonds spécial d'amortissement des emprunts de la Défense nationale » crédité des mensualités reçues par le Trésor et débité du montant en capital des rentes qui avaient été annulées ou transférées.

Ni bénéfice, ni perte n'auraient pu ressortir du compte général de la Caisse d'amortissement qui limitait ses dépenses au chiffre de ses recettes et dont tous les frais d'administration étaient intégralement supportés par la Caisse des dépôts et consignations.

Pour alimenter le fonds spécial, le projet de loi déposé par le Gouvernement ne prévoyait que des versements de 30 millions par mois. La Commission de la Chambre ne jugea pas cette dotation suffisante et doubla les mensualités qui devaient être suspendues au cas où l'excédent disponible atteindrait 180 millions.

Afin de réaliser immédiatement les décisions prises par le Pouvoir Législatif, le Gouvernement demanda l'ouverture, au titre du budget du ministère des finances, d'un crédit additionnel de 120 millions qui furent inscrits à un chapitre nouveau « Versements au fonds spécial des emprunts de la Défense nationale ». Promulgué le 23 novembre 1917, ce texte permit à la Caisse d'amortissement de commencer aussitôt à jouer sur le marché le rôle qui lui était dévolu.

A partir du 1^{er} janvier 1918 les mensualités furent portées à 120 millions. L'exposé des motifs de la loi du 17 janvier en reconnaissant « l'efficacité de l'institution nouvelle » affirmait « qu'il était indispensable d'augmenter temporairement ses ressources pour lui permettre d'atteindre réellement le but poursuivi ». Le texte voté sans modification autorisa l'ouverture d'un crédit supplémentaire de 180 millions de façon à porter à 360 millions celui relatif au premier trimestre. Depuis lors les crédits ont été renouvelés par toutes les lois de finances jusqu'à celle du 31 décembre 1921, et chaque mois 120 millions ont été versés par le Trésor à la Caisse d'amortissement, sauf à diminuer cette somme pour ne pas dépasser le maximum prescrit pour les fonds disponibles. Les pages suivantes donnent le détail

des opérations effectuées : les indications numériques sont celles des dépenses entraînées soit pour une période, soit pour une rente déterminée.

OPÉRATIONS DE L'ANNÉE 1917.

En novembre et en décembre 1917 furent versés au fonds spécial les 60 millions prévus.

Le compte courant a donc été crédité pour
l'année 1917 de 420.000.000 »

Il a été employé, suivant les besoins du
marché 76.249.746 78

Le solde disponible existant au 31 décembre
1917 s'élevait donc à 43.750.253 42

OPÉRATIONS CONCERNANT L'ANNÉE 1918.

Le solde disponible existant au 31 décembre 1917 s'élevait à 43.750.253 42

Chaque mois furent versés au fonds spécial les 420 millions prévus.

Le compte courant a donc été crédité pour
l'année 1918 de 1.440.000.000 »

L'ensemble des ressources se montait à la
somme de 1.483.750 253 42

Il a été employé, suivant les besoins du
marché 1.448.248.176 76

Le solde disponible existant au 31 décembre 1918 s'élevait donc à 65.532.076 66

Les achats effectués en 1918 se chiffrent pour :

Janvier à . . .	162.569.870 55
Février à . . .	120.599.602 80
Mars à . . .	110.199.320 43
A reporter. . .	393.368.793 78

FONDS DE SOUTIEN

59

Report	393.368.793 78
Avril à	429.799.127 03
Mai à	419.999.582 10
Juin à	419.999.603 05
Juillet à	419.999.594 20
Août à	400.840.337 93
Septembre à	94.499.788 20
Octobre à	416.499.733 10
Novembre à	91.999.821 30
Décembre à	437.444.781 71
De ce total de	<u>4.424.418.162 42</u>

il convient de supprimer la différence entre les achats relatifs à 1917, qui ont été réglés en 1918 et ceux relatifs à 1918, qui restaient à régler en 1919, soit en moins . .

5.899 985 65

Les paiements effectués en 1918 se chiffrent

donc par 4.418.218.176 77

OPÉRATIONS CONCERNANT L'ANNÉE 1919.

Le solde disponible existant au 31 décembre 1918 s'élevait à 65.532.076 65

Les sommes versées chaque mois au fonds spécial furent en :

Janvier de	420.000.000 »
Février de	420.000.000 »
Mars de	74.785.174 56
Juillet de	20.746.765 20
Août de	36.996.527 85
Septembre de	70.604.353 42
Octobre de	44.694.062 25
Novembre de	74.112.936 96
Décembre de	<u>420.000.000 »</u>
	651.939.820 24

60 LA RENTE FRANÇAISE ET SON SOUTIEN PAR L'ÉTAT

Le compte courant n'a donc été crédité pour
l'année 1918 que de. 651.939.820 24

L'ensemble des ressources se montait à la
somme de. 717.471.896 89

Il a été employé suivant les besoins du marché 501.489.817 62

Le solde disponible existant au 31 décembre
1919 s'élevait donc à. 215.982 079 27

Les achats effectués en 1919 se chiffrent pour :

Janvier à. 13.917.269 11

Mai à. 36.861 88

Juin à. 20.709.903 32

Juillet à. 36.996.527 85

Août à. 70.604.353 42

Septembre à. 14.694.062 25

Octobre à. 74.112.936 96

Novembre à. 130.616.745 09

Décembre à. 138.372.403 66

Soit au total 500.061.063 84

A ce total de 500 061.063 84

il convient d'ajouter la différence entre les
achats relatifs à 1918 qui ont été réglés en 1919,
et ceux relatifs à 1919 qui restaient à régler en
1920, soit. 1.428.753 78

Les paiements effectués en 1919 se chiffrent
donc à. 501.489 817 62

OPÉRATIONS CONCERNANT L'ANNÉE 1920.

Le solde disponible existant au 31 décem-
bre 1919 s'élevait à 215.982 079 27

Sur le montant des crédits ouverts par le
Parlement jusqu'à concur-
rence de. 4.440.000 000 »

il est tombé en annulation
au cours de l'année 1920. 6.093.794 49

somme représentant le dépassement du maximum légal, qu'aurait déterminé le versement intégral des mensualités de 120.000.000.

Le compte courant n'a donc été crédité pour l'année 1918 que de 1.433 906.205 81

L'ensemble des ressources du fonds spécial se montait à 1.649.888 285 08

Il a été employé suivant les besoins du marché. 1.473.686 535 96

Le solde disponible existant au 31 décembre 1920 s'élevait donc à 176.201.749 12

Les achats effectués en 1920 se chiffrent pour :

Janvier à . . .	126.441.914 35
Février à . . .	78.775.339 83
Mars à . . .	119.699.802 88
Avril à . . .	193.399.859 33
Mai à . . .	119.999.817 09
Juin à . . .	120 999.784 90
Juillet à . . .	89.799.839 25
Août à . . .	119.399.850 52
Septembre à . .	165 999.803 08
Octobre à . . .	119.599.712 73
Novembre à . .	119.599.797 18
Décembre à . .	97.599.775 05
Soit au total.	1.471.315.296 04

A ce total de 1.471.315.296 04
il convient d'ajouter la différence entre les achats relatifs à 1919 qui ont été réglés en 1920, et ceux relatifs à 1920 qui restaient à régler en 1921, soit 2.371.239 92

Les paiements effectués en 1920 se chiffrent donc à 1.473.686.535 96

OPÉRATIONS CONCERNANT L'ANNÉE 1924.

Le solde qui existait au 31 décembre 1920
s'élevait à. 176.201.749 12

Les achats effectués en 1924 se chiffrent pour le mois de :

Janvier à	84.928.378 48
Février à. . . .	28.999.740 69
Mars à	41.999.419 86
Avril à	51.999.573 69
Mai à. . . .	48.499.724 29
Juin à	54.998.110 »
Juillet à	47.498.380 74
Août à	50.597.263 92
Septembre à. . .	50.596.936 82
Octobre à . . .	54.997.822 40
Novembre à. . .	72.496.850 35
Décembre à. . .	51.997.036 26
Soit au total à .	639.609.259 50

En 1917, les seuls emprunts de la Défense Nationale qui pussent être l'objet de négociations étaient les deux types 5 0/0 perpétuels émis respectivement en 1913 et 1916.

En 1918, les rachats furent poursuivis très régulièrement et l'excédent disponible demeura sans cesse inférieur au maximum de 360 millions fixé par la loi du 26 octobre 1917 (art. 3, § 4) et modifié par la loi du 17 janvier 1918.

Au début de 1919, le marché des rentes retrouva brusquement une activité depuis longtemps inconnue.

Achats de rentes effectués du 1^{er} novembre 1917 au 31 décembre 1921 par la Caisse d'amortissement.

Années	Rentes 5 0/0 1915-16	Rentes 4 0/0 1917	Rentes 4 0/0 1918	Rentes 5 0/0 am. 1920	Rentes 6 0/0 1920	Totaux
1	2	3	4	5	6	7
	francs	francs	francs	francs	francs	francs
1917	76.749.742 73	»	»	»	»	76.749.742 73
1918	942.837.089 07	460.055.463 73	21.225.909 62	»	»	1.424.118.462 42
1919	29.458.172 56	79.594.769 68	391.008.424 60	»	»	500.061.063 84
1920	247.338.890 89	231.346.477 80	543.070.096 50	449.559.830 85	»	1.471.315.296 04
	1.296.383.895 25	770.996.441 21	955.304.427 72	449.559.830 85		3.472.244.265 03
1921	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	639.609.259 50
1922						4.111.853.524 53
Totaux . .						18.139.050 53 (b)
						4.129.992.575 »

(a) Les documents qui permettront d'indiquer pour chaque type de rentes le montant des achats, effectués en 1921, n'ont pas encore été publiés. A défaut de cette ventilation le total est indiqué dans la colonne 7.

(b) Voir les explications relatives à cette indication *in/fra*, chap. VI, page 72.

L'espoir d'une paix digne de notre victoire permettait de croire en une reprise générale des affaires. La tendance à la hausse fut très nette, et, pendant plus de trois mois, les cours atteints dépassèrent les prix fixés comme limites à la Commission de surveillance (1).

Les 5 0/0 cotés 88 fr. 50 le 8 janvier 1919 montèrent à 93 fr. 75. Après l'échéance du 1^{er} février ils se traitèrent à 4 fr. 70 au-dessus du pair. Jusqu'à la fin de novembre ils se maintinrent au-dessus du taux de reprise entraînant parfois les 4 0/0 et principalement celui de 1918.

Ces deux types qui se négociaient entre 71 fr. 35 et 71 francs perdirent leur avance : celle-ci qui ressortait à 0 fr. 90 après le détachement du premier coupon trimestriel avait diminué de moitié dès avril. Ces fluctuations s'accrochèrent pendant le mois de juillet. En août se produisit une légère reprise ralentie par l'émission du Crédit National. Toutes les rentes alors s'alourdirent : le 5 0/0 lui-même put être l'objet de quelques rachats ; ceux-ci portèrent principalement sur le 4 0/0 1918 et dépassèrent la dotation mensuelle en novembre et décembre.

En définitive le fonds spécial avait peu fonctionné durant l'année : l'excédent disponible avait souvent dépassé le maximum légal et la majeure partie des crédits votés par le Parlement en exécution du texte du 26 octobre 1917 était tombée en annulation. Ces 788.060.179 fr. 76 firent défaut durant les derniers

1. 87 fr. 50, pour les 5 0/0 et 70 fr. 80 pour le 4 0/0.

mois. L'intervention quotidienne de la Caisse d'amortissement n'eut alors que des résultats insignifiants.

Pendant l'année 1920, deux emprunts furent émis ; l'un en rentes amortissables, l'autre en perpétuelles. Les opérations de la Caisse d'amortissement portèrent sur les 3 0/0, 4 0/0 1917 et 1918, et sur le 5 0/0 amortissable. La souscription du 6 0/0 1920, ouverte le 20 octobre, provoqua dès le 1^{er} septembre une perturbation dans le marché. Des versements anticipés avaient été admis : ils portaient intérêt à 5,75 0/0. Pour cette raison le type nouveau qui ne fut coté en Bourse qu'en 1921 pesa sur le marché durant tout le quatrième trimestre 1920.

En outre la Caisse d'amortissement ne reçut pas la totalité des crédits budgétaires ouverts pour l'exercice. Comme il restait en compte le 1^{er} mars 245.793.597 fr. 07 et le 1^{er} avril 240.300.197 fr. 12, la Commission de surveillance dut réduire ses demandes pour les deux mois correspondants à 114.206.402 fr. 93 et à 119 millions 699.802 fr. 88. De ce fait la dotation pour l'année 1920 fut diminuée de 6.093.794 fr. 19 et ramenée de 1.440.000.000 à 1.433.906.205 fr. 81.

Durant toute l'année 1921, les achats mensuels demeurèrent constamment inférieurs aux versements effectués par le Trésor : ils furent réduits par la Commission de surveillance afin que le solde disponible n'excédât pas le maximum légal. Aussi le maintien des crédits qui depuis la fin de 1917 étaient régulièrement ouverts

au titre de la Caisse d'amortissement fut-il considéré comme inutile par la Commission des finances de la Chambre. Pendant l'étude du projet de budget de 1922, cette dépense semble mal s'accorder avec une réforme du marché de la rente : son influence apparut comme devant être insignifiante aussitôt que le chiffre de transactions portant sur les titres des emprunts de la Défense Nationale participerait à l'activité du mouvement général des affaires.

Le fonds de soutien fut supprimé le 31 décembre 1921. L'organisme qui en avait eu la gestion conserva cependant le reliquat des sommes qu'il avait reçues : il sut en faire un emploi judicieux en avril et mai derniers (1).

Pendant le premier trimestre 1922, les charges d'agents de change furent privées de la quote-part qui revenait à chacune d'elles sur les 40 millions mis chaque décade par le Trésor à la disposition de la Caisse d'amortissement. La seule clientèle importante qu'elles aient eue pendant ces trois mois fut donc celle des Caisses d'Epargne dont les demandes annuelles atteignent environ 800 millions en capital. Sur cette moyenne quotidienne de 2 millions $1/2$ l'on pouvait estimer à 136 francs de rente, par charge, les ordres d'achat concernant le 6 0/0.

1. V. *Infrà*, chap. VI, p. 90.

TROISIÈME PARTIE

L'ÉTAT VEUT RÉGLEMENTER LES TRANSACTIONS DONT LA RENTE FRANÇAISE EST L'OBJET

CHAPITRE V

MARCHÉ « HORS COTE »

SECTION I. — PRESSION DE LA PUISSANCE PUBLIQUE SUR LA CHAMBRE SYNDICALE DES AGENTS DE CHANGE

I

Malgré l'absence de documents concernant une pression de la puissance publique sur la Bourse au cours de ces dernières années on ne pourrait nier que le Gouvernement a entendu donner au cours de la rente une stabilité factice qu'il jugeait favorable au crédit de la nation.

On constate qu'en fait il entra dans les habitudes de la Chambre syndicale des Agents de Change de proposer à la Direction du Mouvement général des Fonds un prix déterminé pour chacun des emprunts émis

depuis la guerre. Ce chiffre minimum agréé par le ministre des finances ou modifié d'après ses instructions devait être celui de toutes les transactions portant sur le type correspondant.

La fixité de ces cotes donnait la preuve de leur caractère factice ; elle s'accordait trop mal avec les événements. Si grande qu'ait été la confiance générale dans l'heureuse issue de la guerre, il eut été naturel que l'abondance variable des capitaux disponibles se reflétât dans les cours et provoquât pour ceux-ci d'incessantes fluctuations. Malgré la victoire des armées alliées et associées il eût été naturel que ces mêmes cours accusassent les répercussions plus ou moins heureuses des Conférences qui se sont succédées depuis 1919 afin de poursuivre la restauration économique de l'Europe et l'incertaine exécution des traités de paix.

Vainement l'on essayait de donner un aspect normal à cet artifice. A chaque échéance on diminuait les cours du montant des coupons détachés. Avant la suivante on regagnait le terrain perdu. Cela dura jusqu'au milieu de 1921, puis les titres perdirent officiellement une fraction constante de leur valeur tous les trois ou six mois, donnant chaque jour à leurs porteurs l'impression d'une négociabilité moindre que celle de la veille, et, par suite, un désir plus grand de trouver pour s'en dessaisir les contre-parties nécessaires.

II

Découragée par ces procédés restrictifs de liberté, la grande masse des acheteurs décida d'abandonner ce

genre de placement. La clientèle qui lui restait fidèle était forte réduite.

Elle comprenait l'Etat rachetant ses propres titres par l'intermédiaire de la Caisse d'amortissement. Le chapitre précédent (1) a donné les chiffres qui permettent de juger des résultats obtenus.

Elle comprenait la Caisse des Dépôts et Consignations opérant pour le compte des multiples institutions dont elle gère le patrimoine et dont l'énumération a été faite plus haut (2).

Elle comprenait enfin les notaires agissant au nom de tous ceux que la loi prenait sous sa protection.

Suivant celui des trois cas envisagés, la majoration factice des cours se présentait sous un aspect différent : dans le premier cas elle était surtout un acte de mauvaise gestion évidente. Il était curieux en effet de voir l'acheteur accroître lui-même de sa propre autorité les prix qu'il entendait consentir aux vendeurs. En fixant arbitrairement des chiffres qui n'auraient pas été atteints sur un marché libre, le Gouvernement diminuait le montant des rentes que lui permettait de se procurer la dotation du fonds créé par la loi du 26 octobre 1917.

En ne tirant pas le parti le meilleur des crédits budgétaires ouverts à ce chapitre et votés par le Parlement, il commettait une faute répréhensible dont les contribuables devaient avoir à supporter la répercussion.

Dans les deux autres cas, il était regrettable de voir se perpétuer un système imposant à tous ceux dont on

1. Cpr. p. 63.

2. Cpr. p. 31 et suiv.

entendait mettre le patrimoine à l'abri de l'infortune du sort, le cruel privilège de recourir obligatoirement au ministère des agents de change et de payer fort cher les titres dont la forme nominative leur était prescrite.

La portée de l'injustice commise se mesurait à l'écart entre les cours officiels et ceux que l'on pratiquait « hors cote ».

SECTION II. — NAISSANCE ET DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ

« HORS COTE »

I

Le capital nominal des emprunts émis entre 1915 et 1920 s'élevait à une centaine de milliards (1). L'immobilisation d'une somme pareille entravait l'activité de la vie économique du pays. On ne devait pas souhaiter qu'elle se prolongeât.

Aucun règlement ne pouvait s'opposer à ce qu'un porteur de rentes eut le désir de les vendre et de se procurer des disponibilités immédiates soit pour soutenir une affaire chancelante, soit pour étendre ses moyens de production en profitant d'un moment favorable.

1. Le capital nominal de six emprunts est le suivant en francs.

5 0/0 1915 . . .	43.307.811.581,40
5 0/0 1916 . . .	40.082.432.967,50
4 0/0 1917 . . .	40.209.073.214,55
4 0/0 1918 . . .	22.163.222.725,20
5 0/0 1920 . . .	15.757.461.000 —
6 0/0 1920 . . .	27.888.204.115 —
Soit . . .	<u>99.408.225.603,25</u>

Aucun règlement ne pouvait s'opposer à ce qu'un individu disposant de sommes improductives cherchât à leur trouver un emploi rémunérateur.

Tout portait à croire que ces deux catégories de personnes tomberaient d'accord aussitôt mises en présence. Des intermédiaires ne pouvaient manquer d'offrir leurs services aux uns et aux autres pour conclure une affaire où chacun devait trouver son intérêt.

Le vendeur se montrait disposé à se défaire de ses valeurs à des prix d'autant plus bas qu'il était plus pressé de récupérer de l'argent frais. L'acheteur qui ne manquait pas d'être séduit par l'écart entre les cours qu'on lui proposait et la cote officielle était prêt à abandonner au tiers une partie de la différence réalisée.

II

Ici apparaît le danger de ces opérations qui se font en l'absence de tout contrôle de la part du Gouvernement sous l'autorité duquel se tient la Bourse. Le rapprochement de ceux qui cherchent à négocier des valeurs mobilières, la célérité des transactions et leur sécurité ne sont pas les seuls objets de cette institution. Il en est un autre qui est de donner au fisc la facilité de saisir avec certitude tous les faits générateurs des impôts qui frappent les valeurs mobilières. On compromettait le recouvrement de ces taxes en laissant s'établir à côté du marché officiel des centres épars de transactions importantes : on desservait les intérêts des agents de change en éloignant de leurs charges tous ceux qui se

refusaient à reconnaître en la matière une autre loi que celle de l'offre et de la demande. En contraignant la Chambre syndicale à l'inscription de cours inexacts on donnait une arme à ceux qui voudraient supprimer son monopole ou tout au moins en atténuer encore la portée.

L'article 76 du Code commercial stipule que « les agents de change constitués de la manière prescrite par la loi, ont seuls le droit de faire les négociations (1) des effets publics et autres, susceptibles d'être cotés ». Mais ce texte peut être compris de deux façons bien différentes ; suivant que l'on étend le monopole à toutes les valeurs réunissant les conditions exigées pour être admises à la cote officielle, ou qu'on en délimite la portée à celles qui, l'étant effectivement, sont en outre l'objet de transactions permettant de constater à quel prix elles se font.

Du moins le sens restreint doit être appliqué dans toute sa rigueur. Les dispositions prises en 1893 (2) furent renforcées cinq ans plus tard (3). Depuis cette

1. Le négociateur est celui qui s'interpose entre acheteur et vendeur. Le choix de ce terme soustrait au monopole les ventes aux enchères auxquelles peut procéder un notaire muni de l'autorisation du Président du Tribunal Civil, lorsque des valeurs mobilières dépendent de successions bénéficiaires ou vacantes.

2. La loi du 28 avril 1893 établissait un impôt sur les opérations de Bourse et prescrivait l'établissement d'un bordereau par les intermédiaires autres que les agents de change.

3. La loi du 13 avril 1898 (art. 14) ne changeait rien à l'article 29 de la précédente pour les valeurs non admises à la cote officielle. Elle modifiait gravement le régime des autres valeurs.

date du 13 avril 1898 « quiconque fait commerce habituel de recueillir des offres et des demandes de valeurs de Bourse doit, à toute réquisition des agents de l'enregistrement, s'il s'agit de valeurs admises à la cote officielle, représenter des bordereaux d'agents de change ou faire connaître les numéros et dates des bordereaux ainsi que les noms des agents de change de qui ils émanent; et s'il s'agit de valeurs non admises à la cote officielle, acquitter personnellement le montant des droits ».

Il n'est plus possible de suppléer soit à la présentation du bordereau soit à l'indication précise de ceux qui le détiennent, faute de quoi les contrevenants sont frappés d'une amende fiscale appliquée sans l'intervention du Tribunal correctionnel.

En outre la corporation a droit en vertu des articles 1382 et 1383 du Code civil à des dommages-intérêts dont l'action est intentée par le syndic.

Une sanction pénale réprime l'immixtion dans les fonctions d'agents de change; l'amende varie entre le 1/6 et le 1/12 de leur cautionnement (1). Elle ne peut être prononcée par le Tribunal correctionnel que « soit sur poursuite du ministère public agissant d'office, soit sur plainte ou réquisition du ou des agents de change intéressés » (art. 8 de la loi du 28 ventôse an IX (2) modifié par l'article 33 de la loi du 27 février 1915).

1. Le cautionnement d'un agent de change près la Bourse de Paris était de 60.000 francs en l'an IX. Il a été porté à 250.000 francs en 1862.

2. L. 49 mars 1801.

Ainsi l'on entendait éviter qu'après avoir recouru sciemment à un intermédiaire irrégulier l'on pût provoquer des poursuites contre lui.

Cette règle générale en matière civile n'a pas semblé suffisante : une nullité d'ordre public frappe les opérations faites par un intermédiaire sans qualité. Celui-ci ne peut obliger son client à lui rembourser le prix d'achat qu'il avait consenti. L'acheteur ne peut contraindre le négociateur irrégulier à lui livrer les titres qu'il a payés. L'arrêt du Conseil d'Etat du 24 sept. 1724 (art. 18) a permis à la Cour de Cassation dans ses arrêts du 22 août et 24 juin 1885 (1) de refuser la répétition. On ne peut obtenir ni l'exécution de ces opérations délictueuses ni revenir sur l'exécution partielle qui en aurait été faite.

Malgré cette sévérité, des usurpations fréquentes se sont produites surtout avant la mesure fiscale prise par la loi du 13 avril 1898. Depuis, des tolérances sont encore admises. C'est ainsi qu'on a toujours laissé fonctionner la coulisse de la rente française. L'amende fiscale n'est pas infligée aux coulissiers qui paient le montant des droits aux agents de change, ceux-ci les transmettant à l'administration de l'enregistrement. C'est ainsi qu'on autorise les « opérations directes » proprement dites, c'est-à-dire « celles par lesquelles les banquiers, changeurs et autres assujettis achètent réellement des titres pour leur compte et les revendent de même après les avoir possédés pendant un temps

1. S. 1885. 4. 251.

plus ou moins long » (1). La jurisprudence actuelle admet la solution administrative. Elle ne considère pas que des particuliers violent le monopole lorsqu'ils achètent ou vendent directement entre eux des valeurs mobilières, fussent-elles admises à la cote officielle, à la condition toutefois que l'opération, faite au comptant, porte sur des titres possédés par le vendeur qui les livre aussitôt à l'acheteur (2).

Les Trésoriers payeurs généraux peuvent faire opérer pour le compte de particuliers des achats et des ventes portant sur les fonds d'Etat français, mais il y aurait délit s'ils appliquaient à un client, désireux d'acquiescer de la rente, les titres qui leur auraient été remis par un tiers voulant s'en dessaisir. L'opération serait illicite et pourrait être frappée de nullité. L'autorisation qui leur a été donnée par le ministre des finances les habilite seulement à servir d'intermédiaires entre ceux dont ils reçoivent les demandes et la Chambre syndicale à laquelle ils les transmettent (3).

C'est auprès d'elle aussi que parviennent les ordres de la Caisse d'Amortissement et de la Caisse des Dépôts et Consignations.

Périodiquement, la Chambre syndicale répartit le chiffre total de ces rentes entre les soixante-dix charges instituées par le décret du 29 juin 1898. Chacune de

1. Instruction de la direction générale de l'Enregistrement en date du 31 mai 1898.

2. V. en ce sens Lyon-Caen et Renault. *Manuel de Droit commercial*, 12^e édition 1918, p. 683.

3. Voir Béquet. *Dict. de Droit administratif*, t. X, p. 605 et 277.

celles-ci se voit donc attribuer une quote-part de l'ensemble ; elle possède en outre une clientèle qui lui est propre. Il est difficile d'évaluer approximativement le montant de leurs transactions.

Le chiffre de 250 francs, auquel était tombée la moyenne quotidienne en janvier 1922 (1) apparaissait comme dérisoire en face d'offres de vente qui grossissaient sans cesse et qu'on ne pouvait songer à effectuer au prorata de leur importance respective. Le parti le meilleur consistait à contenter ceux qui avaient un réel besoin de disponibilités. En fait l'agent de change accordait la priorité à tel ou tel client de son choix : il décourageait les détenteurs de titres nombreux en leur demandant des délais dont il n'était guère en son pouvoir d'atténuer la durée.

Pressés de conclure, ces mécontents retrouvèrent en marge du marché officiel tous ceux auxquels la forme au porteur n'était pas interdite et qui, n'étant pas astreints aux formalités du transfert pour acheter de la rente, se souciaient peu de recourir aux officiers ministériels en consentant inutilement des prix majorés.

III

Les opérations furent entourées au début d'une grande discrétion. Leur caractère clandestin servit même de prétexte à des écarts considérables atteignant six et sept points pour le 6 0/0. Connue seulement

1. Au même moment 450.000 francs de rente, étaient traitées quotidiennement « hors côte ».

dans le milieu des affaires, la nouvelle ne tarda pas à se répandre. Ce marché cessa d'être secret ; il devint officieux et son accès, réservé d'abord à quelques initiés, fut désormais ouvert à tous.

L'usage s'établit d'une cote artificielle sans grand intérêt, et d'une autre, seule réellement soumise au libre jeu de l'offre et de la demande. Les journaux publièrent l'écart entre les deux cours de chaque type d'emprunt. Il est facile d'en suivre les fluctuations.

Les pouvoirs publics comprirent qu'il serait vain de vouloir s'opposer à ces négociations et qu'en prenant à leur égard des mesures restrictives, ils aggraveraient leurs inconvénients. La tolérance dont fit preuve le Gouvernement dissuada les membres de la Chambre syndicale de poursuivre leur tactique première ; ne feignant plus d'ignorer ce que chacun savait, ils entendirent ne plus perdre le bénéfice d'opérations que la puissance publique laissait négocier par d'autres. De ce fait le marché libre entra dans une phase nouvelle, plus conforme aux intérêts de tous.

Les agents de change prêtèrent leur concours aux coulissiers qui se mirent ainsi d'accord avec les règlements et n'eurent plus à craindre les investigations du fisc. Les premiers reçurent des seconds un courtage. Par un double jeu d'écritures on mentionnait la différence entre le taux officiel qui pouvait seul figurer dans les répertoires et le prix véritable qui avait fait l'objet d'une contre-lettre. Par un phénomène d'incidence peu surprenant, c'est le vendeur, qui, en définitive, supportait la commission remise à l'agent de change par le

Ecart entre les cours officiels et ceux pratiqués hors cote

	6.11.21	20.12.21	25.12.21	30.12.21	6.1.22	27.1.22	31.1.22	3.2.22
5 0/0 1915-1916	3 7/8	3 5/16 1/2	2 1/2	2 3/8	3 3/8	3 3/8	4	3 7/8
4 0/0 1917	4 7/8	3 1/2	3 1/4	3 3/8	3	3 1/4	4 5/16	4 5/8
4 0/0 1918	3 1/4	2 1/2	2 5/8	2 3/16	2 1/2	2 1/4	3	3 1/2
5 0/0 am. 1920	4 4/16	2 1/16	2	2	1 3/4	3 7/8	4 7/8	4 1/2
6 0/0 1920	5 5/8 à 5 3/8	4 43/16 à 5	4 9/16	4	4 3/4, 4 1/4	4 1/4	5 1/16	5 1/8
	10.2.22	17.2.22	24.2.22	3.3.22	17.3.22	24.3.22	31.3.22	7.4.22
5 0/0 1915-1916	4 1/16	3 5/16	3 1/2	4 3/16	3	2 5/8	3 1/4	(1)
4 0/0 1917	4 7/16	4	2 1/4	2 5/8	2 1/8	1 3/4	1 1/2	1
4 0/0 1918	3 5/16	3 1/16	2 5/8	2 1/4	2	1 5/8	1 1/2	0,45/16
5 0/0 am. 1920	4 1/16	4 3/4	3 1/2	3 1/8	3 1/8	3 1/8	3 3/8	2 1/2
6 0/0 1920	5 3/8	4 7/8	4 3/8	4 1/8	3 1/2	3 1/15	3 3/16	1 1/2

(1) La liberté du marché relative aux 5 0/0 1915 et 1916 avait été rendue le 5 août.

coulissier. Heureux de pouvoir réaliser une partie longtemps immobilisée de son portefeuille, il subissait volontiers une perte supplémentaire d'un huitième ou d'un quart de point. Ce nouvel écart disparut à la fin de l'année 1921 lorsque commença la troisième phase de l'évolution du marché hors cote.

Les agents de change décidèrent d'opérer eux-mêmes. Ils envoyèrent leurs commis traiter la rente en dehors du parquet et contribuèrent par conséquent à violer leur propre monopole.

L'importance des opérations faites de la sorte grossissant de jour en jour, le mot de rente française s'opposait désormais au caractère de négociabilité, l'expression de marché officiel à l'idée de sincérité. Notre Gouvernement ne devait raisonnablement pas s'acharner à défendre ce qu'il n'avait pas le pouvoir d'empêcher. L'ignorance où l'on était des conditions dans lesquelles on pourrait réaliser les valeurs les plus sûres développait dans l'esprit de tous le manque de confiance en l'avenir. La presse se fit l'écho des doléances de tous ceux qui entendaient recouvrer la libre jouissance de leur portefeuille. La question portée à la tribune du Sénat au début de juin 1921 ne devait recevoir une solution que dix mois plus tard, en avril 1922. Son urgence cependant n'échappait à personne.

Deux mesures prises en décembre 1921 firent prévoir la fin prochaine de ces abus. Ce fut d'une part l'abandon par la Commission des finances de la Chambre des crédits budgétaires qui alimentaient la caisse

d'amortissement. Ce fut d'autre part l'annonce faite par la loi du 31 décembre (art. 61) de la disparition prochaine de la faculté qu'avaient les assujettis à la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre de se libérer en rentes sur l'Etat.

La suppression de ces deux grands débouchés qui tendaient à diminuer le nombre des titres offerts et contribuaient le plus à soutenir les cours posait la question de savoir quelle orientation la puissance publique allait donner à son intervention.

CHAPITRE VI

RETOUR A LA LIBERTÉ DU MARCHÉ

SECTION I. — MOTIFS DU RETARD APPORTÉ A LA RÉFORME.

I

Les événements de notre politique extérieure qui se succédèrent en 1920 et 1921 étaient peu faits pour rassurer l'opinion. L'insistance mise par nos alliés de la veille à décharger notre ennemi commun de ses obligations réduisait le chiffre de notre créance sur l'Allemagne. L'indulgence excessive de notre Gouvernement apparaissait de plus en plus comme une faiblesse coupable. Elle avait une réaction fâcheuse sur notre situation financière et notre prestige à l'étranger. L'attente et l'incertitude du remboursement par les Empires centraux des dépenses recouvrables sur eux en exécution des traités de paix nous forçaient à prendre des mesures budgétaires alourdissant notre Trésorerie. L'augmentation des tarifs fiscaux surchargeait les contribuables français et décourageait les initiatives commerciales. Elle ne supprimait pas l'éventualité d'un nouvel emprunt qui ne pouvait être émis avant le classement du 6 0/0 1920, dont la condition première était le retour à la liberté du marché.

On voyait dans cette réforme une œuvre de justice vis-à-vis de tous ceux qui n'avaient pas hésité dans des heures critiques à placer leur confiance en l'Etat et à lui remettre leurs disponibilités. Ce point de vue montre que l'immense majorité craignait peu la baisse appréhendée par les pouvoirs publics, car pour réclamer avec quelque raison qu'on mit un terme au régime de l'intervention de l'Etat elle devait croire au bénéfice qu'elle retirerait de la liberté, c'est-à-dire croire à une hausse rapprochant les cours véritables des cours officiels. Puisque telle était bien la conviction générale on pouvait s'étonner des inquiétudes manifestées en haut lieu par ceux qui voulaient remettre à plus tard la décision nécessaire. Leurs arguments reposaient tous sur la certitude d'une baisse importante qui ne manquerait pas de provoquer une élévation nouvelle du loyer de l'argent et, par elle, une perturbation dans l'ordre économique et social.

II

La hausse de l'intérêt gênait depuis longtemps les entreprises privées. En janvier 1922 on trouvait à la cote de la Bourse un emprunt national en rentes perpétuelles 6 0/0 ; des bons du Trésor décennaux ou obligations à court terme 6 0/0 ; des emprunts 6 0/0 de villes (1) ou de groupements industriels dont les titres étaient garantis par l'Etat ; des obligations 6 0/0 de

1. Albert et Verdun.

plus de 200 sociétés. Le taux de 7 0/0 se remarquait au marché officiel, celui de 7 1/2 et même de 8 0/0 sur le marché en banque. En février 1922, le Crédit national, s'adressant pour la quatrième fois au public (1), lui offrait un placement de 6,538 0/0, 6,64 0/0 ou 6,80 0/0 suivant une progression qui dépendait du choix même de l'intéressé. Le Gouvernement donnait l'exemple d'une surenchère dangereuse et sa concurrence faisait établir au profit de certaines valeurs mobilières une clause importante. Beaucoup, en effet, de sociétés privées prenaient à leur charge les « impôts présents et futurs » qui frappent les revenus de leurs obligations. Il en résultait un accroissement de leurs frais généraux et une diminution des dividendes qu'elles distribuaient à leurs actionnaires. Ceux-ci désormais étaient placés vis-à-vis des obligataires dans une situation comparable à celle des contribuables vis-à-vis des porteurs de la rente française. Ils supportaient le poids d'un privilège dont les autres avaient toute la faveur.

La part plus grande faite au capital eût entraîné la rémunération plus faible du travail à moins qu'elle n'eût encore élevé le prix des denrées de consommation. Dans ce cas comme dans l'autre le fléchissement du cours des rentes eût soulevé par ses répercussions des difficultés d'ordre social.

1. Chacun de ces trois appels antérieurs avait comporté des lots, mais s'était inspiré d'une formule différente. Les lots du premier offraient une grande diversité; ceux du second une importance exceptionnelle; enfin ceux du troisième l'attrait de leur plus grand nombre également répartie dans les différentes séries.

La marge de garantie qu'avait réclamée les banques au moment de consentir des avances sur titres était proportionnée à leur montant en capital. La dépréciation des gages les eut incitées à réduire les sommes qu'elles avaient prêtées ou à réclamer à leurs débiteurs un remboursement qu'ils n'auraient pu effectuer qu'au détriment de leurs affaires, en subissant sur les cours officiels une perte de plusieurs points.

SECTION II. — RAISONS DE LA DÉCISION PRISE.

I

Les partisans d'un retour à la liberté soutenaient que ces ventes forcées faites à des prix très bas susciteraient des achats plus nombreux et arrêteraient dans leurs offres ceux qui n'auraient pas un besoin immédiat de capitaux disponibles. D'ailleurs, ils niaient la probabilité d'une baisse importante, affirmant que du jour où les titres seraient négociables, les ordres de vente seraient réduits ou même annulés. Il était de fait que tous ceux qui cherchaient à se débarrasser *par précaution* de leurs fonds d'Etat ne poursuivraient plus ce but lorsqu'ils auraient la certitude de choisir *à leur gré* le moment de mobiliser leur portefeuille. En outre ils avaient tendance à majorer l'importance des ordres passés aux agents de change dans l'espoir d'obtenir une exécution partielle en rapport avec le nombre des titres offerts.

Les adversaires de l'intervention de la puissance

publique donnaient l'exemple du 3 0/0 dont la fermeté n'était pas amoindrie par la liberté complète des transactions dont il était l'objet. Coté 57 fr. 50 à la fin de mars 1922 il se capitalisait à 5,20 0/0 ; à la même date, les 5 0/0, au cours de 79 francs, se capitalisaient à 6,30 0/0. Cet écart attestait le peu de durée qu'aurait un abaissement des cours, s'il venait à se produire après la réforme qu'on sentait prochaine au début de 1922.

II

L'abondance des capitaux à New-York et à Londres détermina sur les deux places une baisse du loyer de l'argent. Les banques de ces deux pays consentirent plus facilement à ouvrir des crédits et la Banque d'Angleterre au début de février ramena son taux d'escompte de 5 à 4 1/2 0/0. A la même époque l'étranger ne fut pas sans noter la réduction des avances consenties par la Banque de France à l'Etat et celle du montant des billets en circulation.

Ces deux événements financiers allaient permettre au ministre de diminuer l'intérêt des bons de la Défense nationale. Ils supprimaient la crainte que l'on avait de provoquer le retrait de toute la clientèle des valeurs à court terme du Trésor. La faible modification qu'on envisageait ne devait tout au plus que rétablir un équilibre rompu par la mesure prise à Londres. Il apparut aussi que l'on n'abandonnerait pas un placement trop riche en avantages et dont la forme anonyme était très

appréciée de tous. Les échéances rapprochées et le paiement anticipé des intérêts avaient trop longtemps retenu l'attention du public pour qu'il y renonçât facilement. Les établissements de crédit n'avaient pas de meilleur emploi pour les dépôts à vue ou en espèces. Si les particuliers s'étaient retournés vers des valeurs de Bourse, l'argent qu'ils auraient versé serait passé aux mains du vendeur. Pour que cette somme, après de plus ou moins nombreuses mutations, n'ait pas abouti fatalement aux guichets du Trésor par l'intermédiaire des Banques ou des Caisses d'épargne, il aurait fallu supposer qu'on aimât mieux thésauriser plutôt que d'accepter un abaissement d'intérêt de 1/2 0/0. Telle fut en effet la réduction qu'adopta l'arrêté paru au *Journal officiel* du 25 février 1922⁽¹⁾. Il ne s'agissait donc pas d'imposer à une catégorie de créanciers des conditions particulièrement mauvaises mais de donner

1. Texte de l'arrêté (J. O., 25 fév. 1922).

« Art. 1er. A partir du 12 mars 1922 et jusqu'à décision contraire le taux d'intérêt des Bons de la Défense nationale est fixé comme suit :

Bons à un an . . .	4,50 0/0
— six mois . . .	4,00 0/0
— trois mois . . .	3,50 0/0
— un mois . . .	3,00 0/0

les souscripteurs de bons à un mois conserveront la faculté de demander le remboursement, 1, 2, 3 mois après l'émission. L'intérêt supplémentaire à leur bonifier au moment du remboursement sera calculé à raison de :

3,30 0/0 quand le remboursement sera demandé au bout de 2 mois
3,40 0/0 — — — — — 3 mois

Art. 2. »

le signal d'une baisse que justifiait la situation du marché. Il était légitime d'amorcer le mouvement au moyen des bons qui offraient de si sérieux avantages.

Le préavis d'un mois ne manqua pas d'attirer des versements considérables dans les caisses de l'Etat et ceux qui voulurent profiter des taux anciens applanirent les difficultés d'une période de transition pour laquelle le Trésor avait besoin de secours financiers plus importants. Il fut une invitation pour la Banque de France qui, toujours attentive aux nécessités de l'intérêt général, ne manqua point de faire un pas dans la voie de la diminution du taux de ses escomptes (1).

Le mouvement de reprise qu'elle même avait signalé dans son rapport du 26 janvier 1922 reçut une impulsion nouvelle le 11 mars. Le Conseil général de la Banque ramena le taux d'escompte à 5 0/0 affirmant ainsi que la période intense de la crise était passée et qu'on pouvait espérer voir un courant d'affaires s'établir à nouveau.

Ces deux étapes permirent au ministre des finances d'annoncer comme prochain le retour progressif à la liberté du marché des rentes.

(1) Le 8 avril 1920, la Banque de France avait porté le taux d'escompte de 5 à 6 0/0. Un mois après, le 5 mai, commençait la débâcle de la Bourse. En juillet 1921, le taux avait été ramené de 6 à 5,50 0/0.

SECTION III. — LA RÉFORME

La question se posa de savoir quel type d'emprunt serait en premier lieu l'objet de cette mesure. Un instant on pensa aux deux 4 0/0 dont les cours réellement pratiqués étaient voisins de ceux inscrits à la cote de la Bourse. Mais le Gouvernement pensa non sans raison qu'il y aurait quelque arbitraire à ne pas respecter l'ordre chronologique. Il choisit d'abord les titres de ceux qui avaient répondu dès 1915 et 1916 aux appels de l'Etat.

Le 5 avril, le droit de libre négociation sur le marché officiel au comptant fut rendu aux deux premiers emprunts de la Défense nationale. De 76 fr. 65 qui fut leur point de départ ils atteignirent le 12 avril un prix voisin de celui purement nominal qui leur était encore affecté le 4. La progression fut la suivante :

4 avril (cours factice et unique).	78,95
5 — (11 cours différents cotés; moyenne).	76,65
6 — (7 — — — — — .	76,90
7 — (15 — — — — — .	77,80
8 — (8 — — — — — .	77,80
10 —	77,95
11 —	77,95
12 —	78,50

Le 8 avril, leur taux de capitalisation, au cours de 77,80 était de 6,425 0/0; celui du 3 0/0 coté 57,70 était seulement de 5,19 0/0 et aucune valeur industrielle à

grand marché ne donnait ce rendement. Sans doute le classement des titres de rentes 5 0/0 était-il moins bon que celui du 3 0/0, mais la marge de hausse qu'offraient les premiers était suffisante. Les Compagnies d'assurance voyant l'avantage d'un placement aussi rémunérateur lui firent un accueil excellent. Le succès de l'opération se propagea rapidement dans tous le pays. Les cours de nos fonds d'Etat télégraphiés chaque soir dans les communes apparurent comme le reflet véritable du crédit public et de son appréciation par tous.

Les autres valeurs mobilières se trouvèrent bien d'une mesure que d'aucuns auraient voulu voir étendre d'emblée aux quatre autres types. La disparité qui existait désormais entre les différents emprunts de guerre choquait ceux-là même qui l'avaient supportée si longtemps à l'égard du 3 0/0. Pourtant on ne pouvait prendre pour un manque d'audace la prudence du ministre qui prenait une aussi louable initiative. Les affaires engagées dès le 8 avril au sujet des 4 0/0 1917 auraient dû calmer les appréhensions. Elles tombèrent bientôt. Le 19 avril on traita librement les rentes 4 0/0 1917 et 1918; le 6 mai le 5 0/0 amortissable et le 18 mai le 6 0/0 perpétuel.

Répondant par la voie du *Journal officiel* à une question écrite qui lui avait été posée (1), le ministre des finances expliqua que « le crédit de 1.500 millions qui figure au budget de 1922 au titre de rachat et d'amortissement correspondait en totalité aux paiements

(4) Par M. Gaudin de Villaine, sénateur.

en rentes effectués par les redevables de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre ». Il confirma la suppression du fonds de soutien, qui durant plus de quatre ans avait facilité la négociation des titres d'emprunts de la Défense Nationale. Cela n'empêcha pas, il est vrai, la Caisse d'amortissement d'utiliser les disponibilités qui lui provenaient des versements effectués par le Trésor au cours des exercices précédents.

Grâce à ce solde elle racheta :

Le 5 avril, 223.700 fr. de rentes 5 0/0 1915-16	
représentant un capital nominal de	3.313.385 43
Le 19 avril, 11.000 fr. de rentes 4 0/0 1917,	
147.000 fr. de rentes 4 0/0 1918 représentant	
un capital nominal de	2.635.489 71
Le 5 mai, 117.445 fr. de rentes 5 0/0 am. 1920	
représentant un capital nominal de	2.090.548 44
Le 19 mai, 655.000 fr. de rentes 6 0/0 1920	
représentant un capital nominal de	10.099.627 25
Cette somme totale de	<u>18.139.050 53</u>

pesa sur la Bourse dans des moments opportuns.

Depuis ces dates, les cours des rentes avaient fléchi : notre politique extérieure, plus ferme, leur a fait peu à peu regagner les points qu'ils avaient perdus. Cependant la masse des fonds d'Etat susceptibles de déclassement dépasserait de beaucoup les facultés d'achats et de reports d'un marché à terme, dont la réouverture sera la dernière étape à franchir pour rendre à notre marché financier son ancienne liberté. L'heure n'en paraît pas encore venue.

CONCLUSION

L'impression qui se dégage à la fin de cette étude est la complexité des lois auxquelles obéit le cours des fonds publics. Il la doit à sa valeur morale qui fait de lui l'expression d'une opinion, comme à sa valeur économique qui fait de lui le taux d'un équilibre entre l'offre et la demande.

Il apparaît dès lors comme la résultante d'un ensemble de circonstances dont aucun gouvernement ne saurait dominer la multiplicité par une même emprise de la puissance publique. L'entrée en jeu d'une seule des nombreuses causes réelles qui lui assurent d'incessantes fluctuations suffirait à ruiner l'économie du système le plus avisé.

Ces oscillations concordent avec les événements de la politique générale, avec les mouvements de la richesse publique et la situation des finances nationales. Leur représentation graphique montre le caractère néfaste ou l'inefficacité des interventions gouvernementales pour aider les spéculations à la hausse ou entraver celles à la baisse.

Il semble qu'il n'y ait pas lieu d'en tirer une théorie favorable à l'action directe du ministre des finances sur les cours. Les seules positions légitimes que l'Etat

puisse occuper sur le marché des capitaux sont celles de vendeur lorsqu'il emprunte et d'acheteur lorsqu'il amortit. Une action rationnelle lui permettra de le faire dans les conditions les meilleures, et, par elle, se manifestera son heureuse influence sur la situation du crédit public.

En sortant de ces attributions il prend une responsabilité dont l'opinion lui demandera compte : la sanction des interventions arbitraires sera le plus souvent une baisse des cours, due à l'affaiblissement de la confiance sur laquelle ils reposent.

La Borie, septembre 1922.

VU :

Le Président,
J. HITIER.

VU :

Le Doyen,
F. LARNAUDE.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Recteur de l'Académie de Paris,
P. APPELL.

TABLE ANALYTIQUE DES MATIÈRES

	Pages
AVERTISSEMENT	1

PREMIÈRE PARTIE

L'ÉTAT AGIT EN VUE D'AUGMENTER LES DEMANDES DONT LA RENTE FRANÇAISE EST L'OBJET

CHAPITRE PREMIER. — *Privilèges et immunités attachés à la rente française*

SECTION I. — L'insaisissabilité

- § 1. Son interprétation absolue mène à des abus inacceptables 5
- § 2. Son interprétation relative est plus conforme à l'équité 9
- § 3. Des raisons historiques en justifient l'adoption 13
- § 4. La pratique administrative, sous prétexte de respecter une règle rigoureuse, a créé une situation de fait que ne justifie aucunement la logique 15
- § 5. Exceptions formelles au privilège de l'insaisissabilité 16

SECTION II. — L'immunité fiscale

- § 1. Les textes et les discussions dont ils ont été l'objet 19
- § 2. Le scrupule juridique, invoqué en faveur de son maintien, ne saurait viser que les emprunts émis antérieurement. 21
- § 3. Pour les emprunts futurs, le point de vue économique subsiste seul 25

	Pages
CHAPITRE II. — <i>Placements prescrits en rente française</i>	29
SECTION I. — Patrimoines d'incapables placés sous la protection de la loi	29
SECTION II. — Fonds disponibles d'établissements publics	31

• DEUXIÈME PARTIE •

L'ÉTAT AGIT EN VUE DE DIMINUER LES OFFRES DONT LA RENTE FRANÇAISE PEUT ÊTRE L'OBJET. CRÉATION DE DÉBOUCHÉS : 1° EN FAVEUR DE CERTAINS CONTRIBUABLES (MONNAYAGE DE LA RENTE), 2° EN FAVEUR DES RENTIERS (FONDS DE SOUTIEN).

CHAPITRE III. — <i>Monnayage de la rente française</i>	35
SECTION I. — Caractère exceptionnel de cette mesure	35
SECTION II. — L'acquittement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre	36
CHAPITRE IV. — <i>Fonds de soutien</i>	40
SECTION I. — Exemples de ces interventions tirés de notre histoire financière	40
§ 1. Ancien régime : Calonne	41
§ 2. Consulat et Empire : Mollien	44
§ 3. Restauration : Corvetto	48
§ 4. Troisième République : Allain Targé	50
SECTION II. — Mesures prises depuis 1914.	52
§ 1. Exemples de l'étranger : Angleterre, Allemagne	52
§ 2. En France : loi du 26 octobre 1917	53
(a) Création du fonds spécial destiné à faciliter la négociation des emprunts de la Défense Nationale; mécanisme de la caisse d'amortissement	53

	Pages
(b) Importance de sa dotation et résultats obtenus	57
(c) Suppression des crédits par la loi du 31 décembre 1921	65

TROISIÈME PARTIE

L'ÉTAT VEUT RÉGLEMENTER LES TRANSACTIONS DONT LA RENTE FRANÇAISE EST L'OBJET

CHAPITRE V. — *Marché « hors cote »*. 67

SECTION I. — Pression de la puissance publique sur la Chambre syndicale des agents de change . . . 67

§ 1. Comment elle se manifestait 67

§ 2. Ses répercussions sur le marché officiel qu'elle réduisait 68

SECTION II. — Naissance et développement du marché hors cote 70

§ 1. Sa raison d'être. 70

§ 2. Le fisc et le monopole des agents de change 71

§ 3. Les trois phases du marché hors cote . . . 76

CHAPITRE VI. — *Retour à la liberté du marché*. . . 81

SECTION I. — Motifs du retard apporté à la réforme. 81

§ 1. Politique extérieure impropre à raffermir la confiance 81

§ 2. Crainte en haut lieu du fléchissement des cours 82

SECTION II. — Raisons de la décision prise . . . 84

§ 1. La baisse devait être de peu d'importance et de courte durée 84

§ 2. Il suffisait de prendre des mesures préventives d'ailleurs facilitées par celles prises à New-York et Londres : 85

(a) Réduction de l'intérêt des bons de la Défense.

	Pages
(b) Abaissement du taux d'escompte de la Banque de France.	
SECTION III. — La réforme	87
§ 1. Elle se fit progressivement.	
§ 2. Les résultats furent satisfaisants.	
§ 3. Ce qu'il reste à faire.	
CONCLUSION	90
TABLE ANALYTIQUE DES MATIÈRES.	

